



**RAPORT PÓŁROCZNY GHELAMCO INVEST SP. Z.O.O
ZA OKRES OD 01 STYCZNIA 2026 ROKU DO 30 CZERWCA
2026 ROKU**



**WYBRANE DANE FINANSOWE ZAWIERAJĄCE PODSTAWOWE POZYCJE
SKRÓCONEGO PÓŁROCZNEGO SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO**

	kluczowe dane ze sprawozdania z sytuacji finansowej (w tys.)	% wzrost (+) / spadek (-)	Dane w PLN		Dane w EUR	
			30.06.2026	31.12.2025	30.06.2026	31.12.2025
1	Aktywa ogółem	-57%	471 866	1 092 217	109 831	258 409
2	Środki pieniężne	-72%	7 338	26 102	1 708	6 176
3	Należności z tytułu pożyczek	-57%	463 106	1 064 668	107 792	251 891
4	Kapitał własny	-5 780%	-353 082	6 216	-82 183	1 471
5	Zobowiązania z tytułu obligacji	-23%	814 574	1 060 113	189 599	250 813

	kluczowe dane ze sprawozdania z całkowitych dochodów (w tys.)	% wzrost (+) / spadek (-)	Dane w PLN		Dane w EUR	
			1.01.2026 – 30.06.2026	1.01.2025 – 30.06.2025	1.01.2026 – 30.06.2026	1.01.2025 – 30.06.2025
1	Koszty operacyjne	160%	4 311	1 656	1 016	391
2	Przychody finansowe	-628%	-324 071	61 433	-76 378	14 513
3	Koszty finansowe	-35%	48 729	75 460	11 485	17 826
4	Zysk / (strata) netto	-2 137%	-359 298	-16 059	-84 680	-3 794

Kursy zastosowane do przeliczenia powyższych danych finansowych:

	30.06.2026	31.12.2025	30.06.2025
Pozycje bilansowe	4,2963	4,2267	-
Pozycje wynikowe	4,2430	-	4,2331

PISMO ZARZĄDU

Szanowni Państwo,

Działając w imieniu Ghelamco Invest Sp. z o.o. przedstawiamy Państwu raport półroczny za okres od 01.01.2026 r. do 30.06.2026 r. Raport ten wraz z załącznikami zawiera wyniki finansowe spółki wraz z podsumowaniem najważniejszych wydarzeń, jakie miały miejsce w ciągu pierwszego półrocza 2026 roku, jak również przedstawia perspektywy rozwoju spółki na kolejne miesiące.

Spółka Ghelamco Invest Sp. z o.o. została utworzona celem pozyskiwania kapitału na realizację projektów nieruchomościowych przez Spółki Projektowe wchodzące w skład grupy kapitałowej Ghelamco zdefiniowanej jako podmioty zależne spółki Granbero Holdings Limited.

Spółka pozyskuje kapitał poprzez emisje obligacji. W ciągu I półrocza 2026 spółka dokonała wykupów na kwotę 240 mln zł. Nominalna wartość zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła na dzień 30 czerwca 2026 roku 809 481 tys. zł.

Środki na wykup obligacji mają pochodzić przede wszystkim z: (i) częściowych spłat pożyczek przez spółki projektowe po sprzedaży aktywów – zrealizowanej sprzedaży projektu The Bridge oraz planowanej sprzedaży projektów Kreo, (ii) transakcji realizowanych w modelu dewelopera platformowego – sprzedaży projektu Chopin Tower oraz planowanej sprzedaży Vibe II, w perspektywie 2028 r., projektu PKP Gdański, (iii) emisji obligacji przeprowadzanych przez inne spółki z Grupy Ghelamco, w tym planowanej emisji zabezpieczonych obligacji uprzywilejowanych przez Ghelamco Group NV oraz emisji obligacji zabezpieczonych na aktywach spółek projektowych, oraz (iv) finansowania zapewnianego Spółce przez Ghelamco Group NV na podstawie nieodwołalnego zobowiązania z dnia 9 października 2026 r. Kwota i terminy znacznej części tych wpływów pozostają niepewne, a część planowanych transakcji nie została zakontraktowana lub nie stała się wiążąca. Istotnym elementem niepewności jest również ryzyko podjęcia przez obligatariuszy działań zmierzających do wcześniejszego wykupu obligacji w związku z naruszeniem warunków emisji. W związku z tym Zarząd stwierdził, że istnieje istotna niepewność, która może budzić poważne wątpliwości co do zdolności Spółki do kontynuowania działalności. Szczegółowe informacje przedstawiono w Nocie 3 („Kontynuacja działalności”) półrocznego skróconego sprawozdania finansowego oraz w punktach 2.5 i 3.2 sprawozdania z działalności.

Przekazując raport półroczny pragniemy przy tym podziękować za zaufanie, jakim obdarzyli Państwo Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Z poważaniem,
Zarząd Ghelamco Invest Sp. z o.o.

OŚWIADCZENIE ZARZĄDU W SPRAWIE RZETELNOŚCI SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Zarząd Ghelamco Invest Sp. z o.o oświadcza, że wedle najlepszej wiedzy, półroczne skrócone sprawozdanie finansowe i dane porównawcze sporządzone zostały zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości oraz odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową Spółki Ghelamco Invest Sp. z o.o oraz jej wynik finansowy.

Ponadto Zarząd oświadcza, że półroczne sprawozdanie z działalności Ghelamco Invest Sp. z o.o zawiera prawdziwy obraz rozwoju i osiągnięć oraz sytuacji Spółki, w tym opis podstawowych ryzyk i zagrożeń.

Warszawa, 14 października 2026 roku

Podpisy Członków Zarządu:

Paul Gheysens
Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Digitally signed by Paul
Gheysens
Date: 2026.10.14
22:47:36 +02'00'

Marie-Julie Mieke Gheysens
Marie - Julie Gheysens
Członek Zarządu

Digitally signed by Marie-
Julie Mieke Gheysens
Date: 2026.10.14 22:45:56
+02'00'

Michael Georges Gheysens
Michael Gheysens
Członek Zarządu

Digitally signed by Michael
Georges Gheysens
Date: 2026.10.14 22:48:40
+02'00'

Christiaan Heggerick
Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Digitally signed by
Christiaan Heggerick
Date: 2026.10.14 22:34:27
+02'00'

Jarosław Jukiel
Jarosław Jukiel
Członek Zarządu

Digitally signed by Jarosław Jukiel
Date: 2026.10.14 20:27:10 +02'00'

**PÓŁROCZNE SKRÓCONE SPRAWOZDANIE FINANSOWE GHELAMCO INVEST
SP. Z O.O. ZA OKRES OD 01 STYCZNIA 2026 ROKU DO 30 CZERWCA 2026 ROKU
– ZAŁĄCZNIK NR 1**

**SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI GHELAMCO INVEST SP. Z O.O. ZA
OKRES OD 01 STYCZNIA 2026 ROKU DO 30 CZERWCA 2026 ROKU –
ZAŁĄCZNIK NR 2**



**SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI
SPÓŁKI**

**Ghelamco Invest Sp. z o.o.
za okres 6 miesięcy zakończony
30 czerwca 2026 roku**

Warszawa, 14 października 2026 r.

SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

1. ZARYS OGÓLNY DZIAŁALNOŚCI JEDNOSTKI	3
1.1. Zmiany w strukturze udziałowców	3
1.2. Zmiany w składzie organów zarządzających	4
1.3. Istotne zdarzenia mające miejsce od 1 stycznia do 30 czerwca 2026 roku	4
1.4. Istotne zdarzenia mające miejsce po dniu 30 czerwca 2026 roku do dnia publikacji niniejszego sprawozdania	5
1.5. Struktura organizacyjna spółki	6
1.6. Zatrudnienie w Spółce	6
2. SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI ORAZ ISTOTNE ZDARZENIA DLA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI...	6
2.1. Wyniki ekonomiczno -finansowe Spółki	6
2.2. Informacja o obligacjach wyemitowanych w okresie od 16 lipca 2021 roku do 30 czerwca 2026 roku, które pozostają niewykupione i stanowią zobowiązania spółki na dzień 30 czerwca 2026 roku	8
2.3. Określenie projektów finansowanych ze środków z emisji obligacji	9
2.4. Inwestycje z emisji jakie zostały wykupione w okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2026 roku	13
2.5. Planowany rozwój oraz Przewidywana sytuacja finansowa spółki	13
2.6. Ważniejsze osiągnięcia w dziedzinie badań i rozwoju	18
3. INFORMACJA O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH, ISTOTNYCH RYZYKACH ORAZ OBCIĄŻENIACH KREDYTOWYCH SPÓŁKI	18
3.1. Czynniki ryzyka związane z działalnością Spółki i Grupy Gwaranta	19
3.2. Czynniki ryzyka związane z sytuacją finansową Spółki i Grupy Gwaranta	26
3.3. Czynniki ryzyka związane z przepisami prawa i regulacjami	31
3.4. Czynniki ryzyka związane ze statusem regulacyjnym Spółki jako emitenta papierów wartościowych wprowadzonych do obrotu na rynku regulowanym oraz w Alternatywnym Systemie Obrotu Gieldy Papierów Wartościowych (ASO GPW)	32

Niniejszy raport półroczny został przygotowany zgodnie z wytycznymi Załącznika nr 4 do Regulaminu Alternatywnego Systemu w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów dłużnych instrumentów finansowych w alternatywnym systemie obrotu na Catalyst.

1. ZARYS OGÓLNY DZIAŁALNOŚCI JEDNOSTKI

Ghelamco Invest Sp. z o.o. (Ghelamco Invest, Spółka, Emitent) została utworzona Aktem Notarialnym z dnia 10 grudnia 2003 roku i zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy, pod nr. KRS 0000185773. Spółce nadano numer statystyczny REGON 015623181.

Nazwa (firma):	Ghelamco Invest Sp. z o.o.
Siedziba:	Warszawa
Adres:	Plac Europejski 3A, 00-844 Warszawa
Telefon:	(+48 22) 455-16-00
Fax:	(+48 22) 455-16-10

Podstawowy zakres działalności Spółki obejmuje usługi takie jak:

- działalność holdingów finansowych (PKD 64.20.Z),
- pozostałe formy udzielania kredytów (PKD 64.92.Z),
- pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych (PKD 64.99.Z, 64.19.Z).

1.1. ZMIANY W STRUKTURZE UDZIAŁOWCÓW

Ghelamco Invest Sp. z o.o. jest spółką w 100% należącą do Granbero Holdings Ltd, spółki prawa cypryjskiego z siedzibą w Limassol na Cyprze, będącej spółką holdingową odpowiedzialną za działalność Grupy Ghelamco w Polsce.

Granbero Holdings Ltd wraz z podmiotami zależnymi (spółkami prawa polskiego, w tym Ghelamco Invest) tworząc grupę Granbero Holdings podlega bezpośrednio Ghelamco Group NV z siedzibą w Belgii, będącej spółką holdingową stojącą na czele Grupy Inwestycyjno – Deweloperskiej Ghelamco, działającej jako inwestor i deweloper na rynku nieruchomości w Belgii, Francji, Wielkiej Brytanii i Polsce.

Ghelamco Invest Sp. z o.o. została utworzona jako spółka specjalnego przeznaczenia wyłącznie w celu pozyskiwania środków w formie emisji obligacji oraz wykorzystywania tych środków w ramach Grupy Ghelamco na:

- finansowanie i refinansowanie, w całości lub w części, istniejących i przyszłych projektów, które mają zmniejszyć ślad węglowy projektów i przyczynić się do neutralności energetycznej budynków Grupy Ghelamco w Polsce
- zabezpieczenie płatności Kwoty Odsetek na najbliższy Okres Odsetkowy,
- finansowanie lub refinansowanie kosztów nabycia nieruchomości gruntowych,
- finansowanie lub refinansowanie kosztów przeprowadzenia projektów budowlanych i inżynierskich,
- zapewnienie alternatywnego finansowania projektów w sektorze nieruchomości,

- wsparcie finansowe ewentualnych przejęć innych podmiotów działających w sektorze nieruchomości,
- finansowanie poniesienia dodatkowych kosztów na zwiększenie wartości istniejących projektów należących do spółek z Grupy Ghelamco w Polsce,
- spłatę pożyczek udzielonych podmiotom z Grupy Ghelamco.

1.2. ZMIANY W SKŁADZIE ORGANÓW ZARZĄDZAJĄCYCH

ZARZĄD

W okresie, za który sporządzono niniejsze sprawozdanie nie wystąpiły zmiany w składzie organów zarządzających.

Skład Zarządu na dzień 30 czerwca 2026 roku:

- Paul Gheysens – Prezes Zarządu
- Michael Gheysens - Członek Zarządu
- Marie-Julie Gheysens - Członek Zarządu
- Christiaan Heggerick - Członek Zarządu
- Jarosław Jukiel - Członek Zarządu

RADA NADZORCZA

Skład Rady Nadzorczej na dzień 30 czerwca 2026 roku:

- Frixos Savvides – Przewodniczący Rady Nadzorczej
- Jarosław Myjak - Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej i Przewodniczący Komitetu Audytu
- Philippe Pannier – Członek Rady Nadzorczej i Wiceprzewodniczący Komitetu Audytu
- Lidia Jabłonowska – Luba - Członek Rady Nadzorczej.

W dniu 11 czerwca 2026 r. pani Lidia Jabłonowska – Luba poinformowała Spółkę o rezygnacji z dniem 30 lipca 2026 r. z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej Spółki.

Dodatkowo w dniu 12 sierpnia 2026 Jerzy Pruski został powołany, uchwałą Zgromadzenia Wspólników, do pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej.

1.3. ISTOTNE ZDARZENIA MAJĄCE MIEJSCE OD 1 STYCZNIA DO 30 CZERWCA 2026 ROKU

W dniu 3 lutego 2026 r. Spółka dokonała całkowitego wykupu 240 000 (słownie: dwieście czterdzieści tysięcy) sztuk obligacji serii PZ (oznaczonych kodem ISIN: PLGHLMC00552), o wartości nominalnej 1 000 zł (słownie: tysiąc złotych) każda, o łącznej wartości nominalnej 240 000 000 zł (słownie: dwieście czterdzieści milionów złotych), wyemitowanych w dniu 3 lutego 2023 r. (PZ1), 27 lutego 2023 r. (PZ2) oraz 23 marca 2023 r. (PZ3) z terminem ich wykupu w dniu 3 lutego 2026 r.

W dniu 1 kwietnia 2026 r. Groen Lawendowa sp. z o.o. zbyła projekt Groen Lawendowa. Pożyczka udzielona tej spółce przez Spółkę nie została spłacona w całości (niespłacona kwota ok. 7 980 tys. zł). Przyjęta alokacja wpływów ze sprzedaży stanowiła odstępstwo od Warunków Emisji Obligacji, opisane w nocie 11 półrocznego skróconego sprawozdania finansowego oraz w punkcie 3.2 niniejszego sprawozdania.

W dniu 12 czerwca 2026 r. Ghelamco Group NV, jednostka dominująca najwyższego szczebla w stosunku do Spółki, podpisała term sheet z PKO Towarzystwem Funduszy Inwestycyjnych S.A. i rozpoczęła negocjacje dotyczące emisji przez Ghelamco Group NV zabezpieczonych obligacji uprzywilejowanych (senior secured notes) o łącznej wartości nominalnej do 45 mln EUR. Do dnia sporządzenia niniejszego sprawozdania nie została zawarta żadna wiążąca umowa finansowania.

Konflikt zbrojny w Ukrainie

W ocenie kierownictwa spółki konflikt zbrojny w Ukrainie nie stanowi okoliczności, która mogłaby skutkować istotnym pogorszeniem sytuacji finansowej Spółki oraz negatywnie wpłynąć na założenie kontynuowania jej działalności gospodarczej w dającej się przewidzieć przyszłości. Kierownictwo będzie ściśle monitorować i śledzić wpływ sytuacji polityczno-gospodarczej w Ukrainie na jej działalność, w tym na przyszłą sytuację finansową oraz wyniki finansowe i będzie dokładać starań, aby ograniczyć wszelkie potencjalne negatywne skutki dla Spółki, jej personelu i działalności.

1.4. ISTOTNE ZDARZENIA MAJĄCE MIEJSCE PO DNIU 30 CZERWCA 2026 ROKU DO DNIA PUBLIKACJI NINIEJSZEGO SPRAWOZDANIA

W ramach przechodzenia na model dewelopera platformowego (opisany szczegółowo w nocie 3 półrocznego skróconego sprawozdania finansowego w części „Kontekst zmiany modelu biznesowego Grupy Ghelamco w Polsce”) Grupa Ghelamco zamierza realizować wybrane projekty z partnerami inwestycyjnymi. W takich transakcjach partner może nabyć projekt lub udział w nim i zapewnić kapitał na jego dalszą realizację, podczas gdy Grupa zachowuje rolę dewelopera na warunkach uzgodnionych dla danego projektu.

W dniu 24 września 2026 r. Ghelamco The Bridge sp. z o.o., spółka projektowa zadłużona wobec Spółki, sfinalizowała sprzedaż praw do nieruchomości The Bridge oraz Bellona w Warszawie na rzecz Cyllantico Investments sp. z o.o., spółki z grupy Eastnine. Cena umowna, ustalona w oparciu o wartość nieruchomości wynoszącą 285,0 mln EUR, wyniosła 240,1 mln EUR i obejmuje 20 mln EUR uzależnione od spełnienia określonych warunków, z czego 15 mln EUR zależy od zakończenia prac aranżacyjnych (fit-out) dla Visa. Zgodnie z kolejnością zaspokojenia określoną w umowie sprzedaży wpływy z transakcji przeznaczono w pierwszej kolejności na całkowitą spłatę finansowania bankowego zabezpieczonego na nieruchomości, następnie na częściową spłatę pożyczek udzielonych Ghelamco The Bridge sp. z o.o. przez Ghelamco Invest sp. z o.o., a w dalszej kolejności na spłatę pożyczek wewnątrzgrupowych należnych GPH oraz Ghelamco Wronia sp. z o.o., a także na spłatę innych zobowiązań finansowych Grupy. Ghelamco The Bridge sp. z o.o. zakłada częściową spłatę pożyczek udzielonych przez Ghelamco Invest sp. z o.o. w kwocie 237 514 tys. PLN przy saldzie (wartość nominalna zadłużenia przed wyceną do wartości godziwej) 536 302 tys. PLN na dzień 30 czerwca 2026 r. Na dzień zatwierdzenia półrocznego skróconego sprawozdania finansowego Spółka otrzymała 18 907 tys. PLN z prognozowanej spłaty, a 218 607 tys.

PLN pozostaje do dalszej spłaty, w tym 105 040 tys. PLN jest uzależnione od spełnienia pozostałych warunków rozliczenia transakcji, w tym zakończenia prac aranżacyjnych dla Visa.

W dniu 30 września 2026 r. Ghelamco Wronia sp. z o.o., spółka projektowa wchodząca w skład Grupy Granbero, zawarła z Chopin Tower sp. z o.o. warunkową umowę sprzedaży oraz umowę przedwstępną dotyczące projektu Wronia (Chopin Tower) w Warszawie. Cenę sprzedaży ustalono na 54,4 mln EUR netto. Finalizacja transakcji jest uzależniona od niewykonania przez właściwy organ ustawowego prawa pierwokupu w odniesieniu do części nieruchomości i planowana jest na IV kwartał 2026 r. Stronom przysługują umowne prawa odstąpienia w okolicznościach określonych w umowie. Grupa Ghelamco pozostanie zaangażowana w projekt jako współzarządzający projektem, uzyskując wynagrodzenie za usługi deweloperskie oraz określone wynagrodzenia dodatkowe, zgodnie z modelem dewelopera platformowego. Z wpływów z tej transakcji (ceny sprzedaży oraz części wynagrodzenia z tytułu umowy o świadczenie usług zarządzania projektem) Zarząd oczekuje częściowej spłaty pożyczek udzielonych przez Spółkę na rzecz Ghelamco Wronia sp. z o.o. w szacowanej kwocie 91 425 tys. PLN (pierwsza rata 82 825 tys. PLN, druga rata ok. 8 600 tys. PLN), przy saldzie (wartość nominalna zadłużenia przed wyceną do wartości godziwej) 188 841 tys. PLN na dzień 30 czerwca 2026 r. Pozostałe saldo w kwocie 97 416 tys. PLN nie zostanie spłacone z ceny sprzedaży, lecz może zostać pokryte ze środków wynikających z dalszego zaangażowania Grupy w projekt na podstawie umowy o świadczenie usług zarządzania projektem (wynagrodzenie za usługi deweloperskie oraz określone wynagrodzenia dodatkowe), które będą realizowane stopniowo, w znacznej mierze po najbliższych terminach wykupu obligacji.

W dniu 9 października 2026 r. Ghelamco Group NV wystawiła na rzecz Spółki bezwarunkowe i nieodwołalne zobowiązanie do zapewnienia finansowania (funding commitment letter), obejmujące: (i) nabycie od Ghelamco Poland Holding sp. z o.o. pozostałych akcji Ghelamco Invest NV za łącznie 35 mln EUR, płatne w ratach: 10 mln EUR do 15 stycznia 2027 r., 15 mln EUR do 15 września 2027 r. i 10 mln EUR do 5 stycznia 2028 r., wraz z zapewnieniem udostępnienia Spółce pełnej kwoty tych wpływów, oraz (ii) dodatkowe finansowanie Spółki w kwocie 15 mln EUR nie później niż do 5 stycznia 2028 r.

1.5. STRUKTURA ORGANIZACYJNA SPÓŁKI

Struktura organizacyjna nie uległa zmianie w I połowie 2026 roku.

Spółka nie posiada oddziałów ani spółek zależnych.

Spółka nie nabywała i nie posiada udziałów własnych.

1.6. ZATRUDNIENIE W SPÓŁCE

Spółka w okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2026 roku zatrudniała 4 Członków Rady Nadzorczej oraz dodatkowo trzy osoby (jedna osoba to członek Zarządu) w wymiarze po 0,1 etatu każda.

2. SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI ORAZ ISTOTNE ZDARZENIA DLA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

2.1. WYNIKI EKONOMICZNO -FINANSOWE SPÓŁKI

	Kluczowe dane bilansowe (w tys. zł)	% wzrost (+) / spadek (-)	30.06.2026	31.12.2025
1	Aktywa ogółem	-57%	471 866	1 092 217
2	Środki pieniężne	-72%	7 338	26 102
3	Należności z tytułu pożyczek	-57%	463 106	1 064 668
4	Kapitał własny	-5780%	-353 082	6 216
5	Zobowiązania z tytułu obligacji	-23%	814 574	1 060 113
	Kluczowe dane ze sprawozdania z całkowitych dochodów (w tys. zł)	% wzrost (+) / spadek (-)	01.01.2026-30.06.2026	01.01.2025-30.06.2025
1	Koszty operacyjne	160%	4 311	1 656
2	Przychody finansowe	-628%	-324 071	61 433
3	Koszty finansowe	-35%	48 729	75 460
4	Zysk / (strata) netto	-2 137%	-359 298	-16 059

	Nazwa wskaźnika	30.06.2026	31.12.2025
1	Rentowność majątku (%) obliczona jako wynik netto/aktywa razem x100	-76,14%	-7,83%
2	Rentowność kapitału własnego (%) obliczona jako zysk netto/kapitał własnyx100	101,76%	-1 376,19%
3	Wskaźnik bieżącej płynności obliczony jako aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe	0,9	2,1
4	Wskaźnik wypłacalności gotówkowej obliczony jako środki pieniężne + inne aktywa pieniężne/zobowiązania krótkoterminowe	0,02	0,08
5	Trwałość struktury finansowania (%) obliczona jako kapitał własny + zobowiązania i rezerwy długoterminowe/aktywa całkowite x100	3,53%	68,96%
6	Wskaźnik zadłużenia (%) obliczone jako aktywa całkowite-kapitał własny/aktywa całkowite x100	174,83%	99,43%

Spadkowi uległy wskaźniki rentowności majątku Spółki, co wynikało głównie ze wzrostu straty netto Spółki oraz spadku wartości aktywów. Kapitał własny na dzień 30 czerwca 2026 r. uległ zmniejszeniu do -353 082 tys. zł i był ujemny, co związane było z ujemnym wynikiem za bieżący okres, spowodowanym ujęciem straty z wyceny udzielonych pożyczek do wartości godziwej w kwocie 369 496 tys. zł (nota 7 półrocznego skróconego sprawozdania finansowego). Wycena odzwierciedla istotny wzrost ryzyka kredytowego, w szczególności w odniesieniu do pożyczek udzielonych Ghelamco The Bridge sp. z o.o. i Ghelamco Wronia sp. z o.o., oraz zmianę modelu wyceny (prognoza przepływów z tytułu spłaty pożyczek dyskontowana stopą wolną od ryzyka).

Wskaźniki rentowności na dzień 31 grudnia 2025 r. obliczono w oparciu o stratę netto za rok obrotowy 2025 (85 544 tys. zł), a na dzień 30 czerwca 2026 r. – w oparciu o stratę netto za I półrocze 2026 r. Dodatnia wartość wskaźnika rentowności kapitału własnego na dzień 30 czerwca 2026 r. wynika z ujemnej wartości zarówno wyniku netto, jak i kapitału własnego i nie oznacza poprawy rentowności.

Wskaźnik bieżącej płynności uległ pomniejszeniu w związku ze spadkiem wartości aktywów obrotowych, przy jednoczesnym wzroście wartości zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik wypłacalności gotówkowej spadł w porównaniu z rokiem 2025.

Wskaźnik zadłużenia wzrósł do poziomu 174,83% w porównaniu z rokiem 2025.

Strata za okres sprawozdawczy od 1 stycznia 2026 roku do 30 czerwca 2026 roku wynika przede wszystkim ze straty z wyceny udzielonych pożyczek do wartości godziwej (369 496 tys. zł). Strata ta ma charakter niegotówkowy, jednak odzwierciedla oczekiwany brak spłaty w całości części pożyczek udzielonych przez Spółkę, co wpływa na zdolność Spółki do wykupu obligacji (nota 3 półrocznego skróconego sprawozdania finansowego).

W okresie od 1 stycznia 2026 roku do 30 czerwca 2026 roku Spółka otrzymała z tytułu spłat pożyczek udzielonych spółkom celowym (nominowanych w PLN i w EUR, po przeliczeniu na PLN) łącznie 274 044 tys. zł, w tym 204 504 tys. zł z tytułu kapitału oraz 69 540 tys. zł z tytułu odsetek (55 077 tys. zł) i opłat za świadczenia związane z utrzymaniem salda (14 463 tys. zł) – sprawozdanie z przepływów pieniężnych oraz nota 14 półrocznego skróconego sprawozdania finansowego.

W okresie od 1 stycznia 2026 roku do 30 czerwca 2026 roku Spółka nie udzielała pożyczek spółkom celowym.

2.2. INFORMACJA O OBLIGACJACH WYEMITOWANYCH W OKRESIE OD 16 LIPCA 2021 ROKU DO 30 CZERWCA 2026 ROKU, KTÓRE POZOSTAJĄ NIEWYKUPIONE I STANOWIĄ ZOBOWIĄZANIA SPÓŁKI NA DZIEŃ 30 CZERWCA 2026 ROKU

Na dzień 30 czerwca 2026 r. Spółka posiada zobowiązania w wysokości 814 574 tys. zł wynikające z wyemitowanych obligacji. Szczegółowe informacje dotyczące każdej emisji obligacji znajdują się w punkcie 1 sprawozdania z działalności zarządu za rok obrotowy 2025.

2.3. OKREŚLENIE PROJEKTÓW FINANSOWANYCH ZE ŚRODKÓW Z EMISJI OBLIGACJI

Środki z emisji obligacji po zapłacie kosztów emisji, zdeponowania (o ile dotyczy) kwoty depozytu na kupony odsetkowe czy zapłaty odsetek są wykorzystywane na przedłużenie finansowania udzielonego spółkom projektowym (w tym zakresie także wykupu obligacji jakie zapadły w latach poprzednich), udzielenie pożyczek spółkom projektowym.

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PZ4, PZ5 (*) oznaczonej kodem ISIN PLGLHMC00560 na łączną kwotę 405 000 000 PLN przeprowadzonej w dniu 26 września 2023 roku (seria PZ4) i 27 października 2023 roku (seria PZ5)

Seria Ghelamco Invest	PZ4, PZ5 (**)	Kwota pierwotnej emisji:	405 000 000 zł
		Kwota emisji po wykupie:	405 000 000 zł

PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
W dniu 26.09.2023 / Wykup seria PS		40 150 000 zł	
W dniu 26.09.2023 / Wykup seria PT		31 400 000 zł	
W dniu 26.09.2023 / Wykup seria PU		115 389 795 zł	
W dniu 25.10.2023 / Wykup seria PPR		100 000 zł	
W dniu 27.10.2023 / Wykup seria PPP		18 337 350 zł	
W dniu 27.10.2023 / Wykup seria PPR		58 000 zł	
W dniu 22.12.2023 / Wykup seria PPS		10 633 600 zł	
W dniu 22.12.2023 / Wykup seria PPP		25 054 000 zł	
W dniu 12.12.2024 / Wykup seria PU		5 372 020 zł	
W dniu 09.07.2025 / Wykup seria PW1		20 000 000 zł	
W dniu 29.09.2025 / Wykup seria PW2 – PW3		9 097 000 zł	
W dniu 03.02.2026 / Wykup seria PZ1, PZ2 i PZ3		20 560 000 zł	
Plac Grzybowski - Warszawa	Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	530 000 zł	0,13%
The Bridge (poprzednia nazwa Bellona Tower) - Warszawa	Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	33 770 000 zł	8%
Wola Project (robocza nazwa projektu) - Warszawa	Ghelamco Wronia Sp. z o.o.	19 850 000 zł	5%
KREO - Kraków	Estima Sp. z o.o.	11 500 000 zł	3%
RAZEM		361 801 765 zł	

* Współczynnik zaangażowania środków do łącznej wartości nominalnej emisji

** Serie PZ4, PZ5 posiadają ten sam numer ISIN dla ich asymilacji - w związku z tym wykorzystanie środków jest prezentowane razem

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PPZ1, PPZ1B (*) oznaczonej kodem ISIN PLGHLMC00586 na łączną kwotę 125 000 000 PLN przeprowadzonej w dniu 28 listopada 2023 roku (seria PPZ1 oraz PPZ1B)

Seria Ghelamco Invest	PPZ1, PPZ1B (**)	Kwota pierwotnej emisji:	125 000 000 zł
		Kwota emisji po wykupie:	125 000 000 zł

PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
W dniu 22.12.2023 / Wykup seria PPP		33 239 074 zł	
W dniu 29.09.2025 / Wykup seria PW2-PW3		2 270 000 zł	
W dniu 03.02.2026 / Wykup seria PZ1, PZ2 i PZ3		23 262 000 zł	
Plac Grzybowski - Warszawa	Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	27 490 000 zł	22%
Wola Project (robocza nazwa projektu) - Warszawa	Ghelamco Wronia Sp. z o.o.	3 200 000 zł	3%
RAZEM		89 461 074 zł	

* Współczynnik zaangażowania środków do łącznej wartości nominalnej emisji

** Serie PPZ1, PPZ1B posiadają ten sam numer ISIN dla ich asymilacji - w związku z tym wykorzystanie środków jest prezentowane razem

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PZ6 oznaczonej kodem ISIN PLO173600019 na łączną kwotę 4 999 900 EUR przeprowadzonej w dniu 27 grudnia 2023 roku

Seria Ghelamco Invest	PZ6	Kwota pierwotnej emisji:	4 999 900 €
		Kwota emisji po wykupie:	4 999 900 €

PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
W dniu 29.09.2025 / Wykup seria PW2-PW3		750 000 €	
Plac Grzybowski - Warszawa	Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	622 000 €	12%
The Bridge (poprzednia nazwa Bellona Tower) - Warszawa	Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	1 457 000 €	29%
RAZEM		2 829 000 €	

* Współczynnik zaangażowania środków do łącznej wartości nominalnej emisji

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PPZ2 oznaczonej kodem ISIN PLGHLMC00602 na łączną kwotę 125 000 000 PLN przeprowadzonej w dniu 7 lutego 2024 roku

Seria Ghelamco Invest	PPZ2	Kwota pierwotnej emisji:	125 000 000 zł
		Kwota emisji po wykupie:	125 000 000 zł

PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
W dniu 04.11.2024 / Wykup seria PU		234 000 zł	
W dniu 12.12.2024 / Wykup seria PU		8 044 792 zł	
W dniu 29.09.2025 / Wykup seria PW2-PW3		13 117 000 zł	
W dniu 03.02.2026 / Wykup seria PZ1, PZ2 i PZ3		670 000 zł	
Plac Grzybowski - Warszawa	Plac Grzybowski Sp. z o.o.	1 415 000 zł	1%
The Bridge (poprzednia nazwa Bellona Tower) - Warszawa	Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	37 500 000 zł	30%
Groen Konstancin etap V - Konstancin	Groen Lawendowa Sp. z o.o.	5 281 311 zł	4%
KREO - Kraków	Estima Sp. z o.o.	6 580 000 zł	5%
RAZEM		72 842 103 zł	

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PZ7 oznaczonej kodem ISIN PLO173600027 na łączną kwotę 23 000 000 PLN przeprowadzonej w dniu 8 maja 2024 roku

Seria Ghelamco Invest	PZ7	Kwota pierwotnej emisji:	23 000 000 zł
		Kwota emisji po wykupie:	23 000 000 zł

PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
Plac Grzybowski - Warszawa	Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	103 000 zł	0,45%
The Bridge (poprzednia nazwa Bellona Tower) - Warszawa	Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	6 820 000 zł	30%
RAZEM		6 923 000 zł	

* Współczynnik zaangażowania środków do łącznej wartości nominalnej emisji

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PZ8 oznaczonej kodem ISIN PLGHLMC00610 na łączną kwotę 40 000 000 PLN przeprowadzonej w dniu 17 lipca 2024 roku

Seria Ghelamco Invest	PZ8	Kwota pierwotnej emisji:	40 000 000 zł
Kwota emisji po wykupie:			40 000 000 zł
PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
W dniu 17.07.2024 / Wykup seria PU		9 132 000 zł	
W dniu 04.11.2024 / Wykup seria PU		100 000 zł	
W dniu 29.09.2025 / Wykup seria PW2-PW3		250 000 zł	
W dniu 03.02.2026 / Wykup seria PZ1, PZ2 i PZ3		10 850 000 zł	
The Bridge (poprzednia nazwa Bellona Tower) - Warszawa	Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	9 050 000 zł	23%
KREO - Kraków	Estima Sp. z o.o.	5 710 000 zł	14%
RAZEM		35 092 000 zł	

* Współczynnik zaangażowania środków do łącznej wartości nominalnej emisji

Inwestycje ze środków pozyskanych z emisji obligacji GHEL PZ9, PZ9-2 (*) oznaczonej kodem ISIN PLGHLMC00628 na łączną kwotę 70 000 000 PLN przeprowadzonej w dniu 8 listopada 2024 roku (seria PZ9) i 12 grudnia 2024 roku (PZ9-2)

Seria Ghelamco Invest	PZ9, PZ9-2 (**)	Kwota pierwotnej emisji:	70 000 000 zł
Kwota emisji po wykupie:			70 000 000 zł

PROJEKT	SPÓŁKA PROJEKTOWA	Kwota emisji/ kwota pożyczki	*
W dniu 08.11.2024 / Wykup seria PU		49 219 000 zł	
W dniu 12.12.2024 / Wykup seria PU		14 000 000 zł	
The Bridge (poprzednia nazwa Bellona Tower) - Warszawa	Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	400 000 zł	1%
Groen Konstancin etap V - Konstancin	Groen Lawendowa Sp. z o.o.	200 000 zł	0,29%
Plac Grzybowski - Warszawa	Ghelamco SBP Sp. z o.o.	2 000 000 zł	3%
RAZEM		65 819 000 zł	

* Współczynnik zaangażowania środków do łącznej wartości nominalnej emisji

** Serie PZ9, PZ9-2 posiadają ten sam numer ISIN dla ich asymilacji - w związku z tym wykorzystanie środków jest prezentowane razem

2.4. INWESTYCJE Z EMISJI JAKIE ZOSTAŁY WYKUPIONE W OKRESIE OD 1 STYCZNIA DO 30 CZERWCA 2026 ROKU

W okresie 6 miesięcy zakończonym 30 czerwca 2026 r., nastąpił wykup obligacji GHKL PZ1, PZ2, PZ3 oznaczonej kodem ISIN PLGHLMC00552:

Seria	Kod ISIN	Kwota emisji/
		Kwota należności w tys zł
Seria PZ 1	PLGHLMC00552	30 000
Seria PZ 2	PLGHLMC00552	30 000
Seria PZ 3	PLGHLMC00552	180 000

2.5. PLANOWANY ROZWÓJ ORAZ PRZEWIDYWANA SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI

We wrześniu 2022 roku Spółka ustanowiła Ghelamco Invest Poland Green Bond Framework, określający szczegółowe warunki, jakie powinny spełniać obligacje emitowane w ramach XI programu, aby mogły zostać uznane za zielone obligacje. Spółka zapewnia zgodność Ghelamco Invest Poland Green Bond Framework z Green Bond Principles, w tym określa: (i) przeznaczenie środków z emisji obligacji zielonych, (ii) proces wyboru i oceny zielonych projektów, (iii) zarządzanie środkami pozyskanymi z emisji obligacji zielonych oraz (iv) raportowanie dotyczące obligacji zielonych zgodnie z wymogami standardu Green Bond Principles opracowanego przez International Capital Market Association (ICMA) ("Green Bond Principles") oraz będzie wykonywał swoje obowiązki wynikające z Green Bond Framework, w tym zapewni, że wpływy netto z emisji obligacji zielonych zostaną wpłacone na odrębny rachunek Spółki wydzielony na potrzeby realizacji celu emisji zgodnie z Warunkami Emisji. Dokument jest dostępny na stronie internetowej Ghelamco w zakładce Investors Relations Poland.

W dniu 2 listopada 2022 r. Sustainalytics wiodąca niezależna firma ratingowa i analityczna wydała niezależną opinię ekspercką (Second Party Opinion), potwierdzającą zgodność Ghelamco Invest Poland Green Bond Framework z odpowiednimi standardami rynkowymi, zgodnie z którymi zamierza emitować zielone obligacje, a pozyskane środki przeznaczyć na finansowanie i refinansowanie, w całości lub w części, istniejących i przyszłych projektów, które mają zmniejszyć ślad węglowy projektów i przyczynić się do neutralności energetycznej budynków w Polsce. Ghelamco Invest Poland Green Bond Framework określa kryteria kwalifikowalności w dwóch obszarach: (i) zielone budynki oraz (ii) odnawialne źródła energii. Dokument jest dostępny na stronie internetowej Ghelamco w zakładce Investors Relations Poland. W dniu 27 października 2022 r. Wspólnik, Rada Nadzorcza Emitenta oraz Zarząd Emitenta podjęli stosowne uchwały w sprawie (i) ustanowienia przez Spółkę XI programu emisji obligacji zabezpieczonych poręczeniem udzielonym przez Granbero Holdings Limited z siedzibą na Cyprze w ramach którego Spółka będzie mogła dokonywać wielokrotnych emisji obligacji do maksymalnej łącznej wartości nominalnej wyemitowanych w ramach Programu i niewykupionych obligacji w wysokości 150 000 000 EUR (sto pięćdziesiąt milionów euro) w danym czasie lub równowartości tej kwoty w PLN (ii) wyrażenia zgody, na zaciąganie przez Spółkę zobowiązań z tytułu obligacji oraz związanych z ustanowieniem Programu oraz ofertami publicznymi i niepublicznymi obligacji.

Do dnia sporządzenia półrocznego skróconego sprawozdania finansowego Spółka wyemitowała w ramach Programu XI następujące obligacje:

- 1) w dniu 3 lutego 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ1 na kwotę 30 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 3 lutego 2026 r.) - wykupione w całości;
- 2) w dniu 27 lutego 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ2 na kwotę 30 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 3 lutego 2026 r.) - wykupione w całości;
- 3) w dniu 23 marca 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ3 na kwotę 180 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 3 lutego 2026 r.) - wykupione w całości;
- 4) w dniu 26 września 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ4 na kwotę 340 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 26 marca 2027 r.);
- 5) w dniu 27 października 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ5 na kwotę 65 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 26 marca 2027 r.);
- 6) w dniu 27 grudnia 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ6 na kwotę 4 999 900 EUR (obligacje z datą zapadalności w dniu 7 grudnia 2027 r.);
- 7) w dniu 8 maja 2024 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ7 na kwotę 23 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 17 listopada 2027 r.).

W ramach XI Programu maksymalna wartość dostępnego limitu została wykorzystana.

W dniu 1 czerwca 2023 r. Wspólnik, Rada Nadzorcza Spółki oraz Zarząd Spółki podjęli stosowne uchwały w sprawie (i) ustanowienia XII Programu emisji obligacji, w którym łączna wartość nominalna obligacji wyemitowanych i niewykupionych w okresie ważności prospektu (tj. przez maksymalnie 12 miesięcy od dnia zatwierdzenia prospektu) nie przekroczy 250 000 000 PLN oraz (ii) wyrażenia zgody na zaciąganie przez Spółkę zobowiązań z tytułu obligacji oraz związanych z ustanowieniem programu oraz ofertami publicznym Obligacji.

W dniu 21 września 2023 r. została podpisana Umowa Programowa pomiędzy Spółką, Gwarantem tj. Granbero Holdings Limited oraz Powszechną Kasą Oszczędności Bankiem Polski S.A. Oddział – Biuro Maklerskie w Warszawie. Zgodnie z Umową Programową obligacje mogą być emitowane w ramach XII Programu w okresie 12 miesięcy od daty zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu podstawowego sporządzonego w związku z XII Programem. Obligacje wyemitowane w ramach programu będą zabezpieczone poręczeniem udzielonym przez Granbero Holdings Limited (lub inny podmiot z Grupy Ghelamco z siedzibą w kraju, w którym uznawany i wykonywany jest europejski nakaz zapłaty, na rzecz którego zostaną skutecznie przeniesione aktywa o wartości stanowiącej co najmniej 90% łącznej wartości aktywów Gwaranta).

W dniu 25 września 2023 r. Spółka powzięła informację o zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu sporządzonego w związku ofertami publicznymi na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej do 2 500 000 obligacji na okaziciela o wartości nominalnej 100 złotych każda, zabezpieczonych poręczeniem udzielonym przez Sponsora tj. Granbero Holdings Limited z siedzibą na Cyprze oraz zamiarem ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie do 2 500 000 Obligacji do obrotu na rynku regulowanym Catalyst prowadzonym przez Giełdę

Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., emitowanych w ramach XII Programu Emisji Obligacji o łącznej wartości nominalnej do 250 000 000 złotych.

Do dnia sporządzenia półrocznego skróconego sprawozdania finansowego Spółka wyemitowała w ramach Programu XII następujące obligacje:

- 1) w dniu 28 listopada 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PPZ1 na kwotę 75 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 23 października 2027 r.);
- 2) w dniu 28 listopada 2023 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PPZ1B na kwotę 50 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 23 października 2027 r.);
- 3) w dniu 7 lutego 2024 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PPZ2 na kwotę 125 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 15 stycznia 2028 r.).

W ramach XII Programu maksymalna wartość dostępnego limitu została wykorzystana.

Zgromadzenie Wspólników Emitenta podjęło stosowne uchwały w sprawie (i) ustanowienia przez Spółkę XIII programu emisji obligacji zabezpieczonych poręczeniem udzielonym przez Granbero Holdings Limited z siedzibą na Cyprze w ramach którego Spółka będzie mogła dokonywać wielokrotnych emisji obligacji do maksymalnej łącznej wartości nominalnej wyemitowanych w ramach Programu i niewykupionych obligacji w wysokości 100 000 000 EUR (sto milionów euro) w danym czasie lub równowartości tej kwoty w PLN (ii) wyrażenia zgody, na zaciąganie przez Spółkę zobowiązań z tytułu obligacji oraz związanych z ustanowieniem Programu oraz ofertami publicznymi i niepublicznymi obligacji.

Do dnia sporządzenia półrocznego skróconego sprawozdania finansowego Spółka wyemitowała w ramach Programu XIII następujące obligacje:

- 1) w dniu 17 lipca 2024 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ8 na kwotę 40 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 17 lipca 2028 r.);
- 2) w dniu 8 listopada 2024 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ9 na kwotę 64 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 8 listopada 2028 r.);
- 3) w dniu 12 grudnia 2024 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii PZ9-2 na kwotę 6 000 000 PLN (obligacje z datą zapadalności w dniu 8 listopada 2028 r.);

Na dzień 30 czerwca 2026 roku wartość nominalna zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła 809 481 tys. zł oraz spółka dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 7 338 tys. zł.

Na dzień 30 czerwca 2026 roku Spółka przeprowadziła wycenę udzielonych pożyczek do wartości godziwej, uwzględniając specyficzne ryzyko kredytowe poszczególnych spółek projektowych, w szczególności Ghelamco The Bridge sp. z o.o. i Ghelamco Wronia sp. z o.o., które nie będą w stanie spłacić w całości pożyczek udzielonych przez Spółkę. Wynikiem wyceny jest strata w kwocie 369 496 tys. zł ujęta w sprawozdaniu z całkowitych dochodów.

Plan Zarządu dotyczący zapewnienia płynności Spółki, w tym terminowego wykupu obligacji, opiera się na scenariuszu bazowym uwzględnionym w prognozie przepływów pieniężnych obejmującej 30 miesięcy od końca okresu sprawozdawczego (do 31 grudnia 2028 r.), opisanym szczegółowo w notce 3 („Kontynuacja działalności”)

półrocznego skróconego sprawozdania finansowego. Scenariusz bazowy zakłada łączną realizację czterech głównych działań opisanych poniżej, które nie stanowią alternatywnych źródeł finansowania:

1) Sprzedaż aktywów. W związku ze sprzedażą projektu biurowego The Bridge w Warszawie (sfinalizowaną 24 września 2026 r.) oczekiwana jest częściowa spłata pożyczek udzielonych przez Spółkę Ghelamco The Bridge sp. z o.o. w kwocie 237 514 tys. PLN (punkt 1.4 niniejszego sprawozdania). Prognoza uwzględnia ponadto planowaną sprzedaż projektu biurowego Kreo w Krakowie (Estima sp. z o.o.), której finalizację założono w IV kwartale 2027 r., z oczekiwaną częściową spłatą pożyczek w szacowanej kwocie 29 413 tys. PLN przy saldzie 81 928 tys. PLN na dzień 30 czerwca 2026 r. z której pozostałe wolne środki – po spłacie zobowiązań – mają zostać przekazane Spółce w formie wsparcia finansowego. Transakcja dotycząca projektu Kreo nie została zakontraktowana (nie wybrano nabywcy), w związku z czym kwota i terminy tych wpływów obarczone są istotną niepewnością; wpływy ze sprzedaży projektu Kreo nie stanowią źródła wykupu obligacji serii PZ4 i PZ5 w dniu 26 marca 2027 r.

2) Transakcje w modelu dewelopera platformowego. Prognoza uwzględnia sprzedaż projektu Chopin Tower przez Ghelamco Wronia sp. z o.o. (warunkowa umowa sprzedaży oraz umowa przedwstępna zawarte 30 września 2026 r.), z której Zarząd oczekuje częściowej spłaty pożyczek w szacowanej kwocie 91 425 tys. PLN (punkt 1.4 niniejszego sprawozdania). Zarząd planuje również sprzedaż w tym samym modelu projektu Vibe II (Kemberton sp. z o.o.), z której pozostałe wolne środki – po spłacie zobowiązań – mają zostać przekazane Spółce w formie wsparcia finansowego - a w perspektywie 2028 r. – wpływy związane z projektem PKP Gdański w Warszawie, który Grupa zamierza realizować wspólnie z inwestorem, obejmujące przychody ze świadczonych usług oraz planowaną emisję obligacji lub innych instrumentów finansowych zabezpieczonych na aktywach projektu w kwocie 50 000 tys. PLN. W odniesieniu do projektu Vibe II podpisany został niewiążący list intencyjny, a potencjalny kupujący prowadzi badanie due diligence i wpłacił istotną kwotę tytułem zabezpieczenia zamknięcia transakcji; cena nie została ostatecznie uzgodniona, a umowa o zarządzanie procesem deweloperskim jest przedmiotem negocjacji. Projekt PKP Gdański znajduje się na wstępnym etapie realizacji – Grupa oczekuje na wymagane decyzje administracyjne, zgody i pozwolenia, a inwestor nie został jeszcze pozyskany. Wpływy z tego projektu stanowią istotny element planowanego refinansowania obligacji Spółki zapadających w 2028 r. Prognoza uwzględnia ponadto wpływy z nowych projektów realizowanych w modelu dewelopera platformowego, w tym z tytułu umów o zarządzanie procesem deweloperskim w projektach realizowanych na nieruchomościach należących do partnerów biznesowych, w kwocie 34 042 tys. PLN.

3) Emisje obligacji przez spółki z Grupy Ghelamco inne niż Spółka. Plan Zarządu nie zakłada nowych emisji obligacji przez Spółkę. Prognoza uwzględnia: (a) planowaną emisję przez Ghelamco Group NV zabezpieczonych obligacji uprzywilejowanych (senior secured notes) o łącznej wartości nominalnej do 45 mln EUR, w związku z którą podpisano term sheet z PKO TFI S.A. (punkt 1.3 niniejszego sprawozdania) – w przypadku realizacji transakcji podmiot powiązany ze Spółką nabędzie część obligacji wyemitowanych przez Spółkę oraz Sobieski Towers sp. z o.o. o łącznej wartości nominalnej 197 550 tys. PLN, a rozliczenie zobowiązań Spółki z tytułu wykupu obligacji serii PZ4 (w kwocie ok. 52 000 tys. PLN) z należnością z tytułu pożyczki wewnątrzgrupowej zmniejszy zapotrzebowanie Spółki na środki pieniężne w dniu wykupu o tę kwotę; (b) emisję obligacji zabezpieczonych na aktywach pożyczkobiorcy Spółki – Ghelamco Plac Grzybowski sp. z o.o. w kwocie 130 000 tys. PLN (planowaną na IV kwartał 2026 r.); planowana emisja obligacji lub innych instrumentów finansowych zabezpieczonych na aktywach projektu PKP Gdański została opisana w punkcie 2) powyżej. Środki te mają zostać przeznaczone na

spłatę pożyczek udzielonych przez Spółkę, a w dalszej kolejności na wykup obligacji Spółki. Do dnia sporządzenia niniejszego sprawozdania nie została zawarta wiążąca dokumentacja dotycząca tych transakcji, a Spółka nie będzie jej stroną.

4) Finansowanie zapewniane przez Ghelamco Group NV na podstawie bezwarunkowego i nieodwołalnego zobowiązania z dnia 9 października 2026 r. (punkt 1.4 niniejszego sprawozdania) – łącznie 35 mln EUR z tytułu nabycia akcji Ghelamco Invest NV od Ghelamco Poland Holding sp. z o.o. (w ratach płatnych do 15 stycznia 2027 r., 15 września 2027 r. i 5 stycznia 2028 r.) oraz dodatkowe finansowanie w kwocie 15 mln EUR do 5 stycznia 2028 r. Jeżeli nabycie akcji lub przekazanie wpływów z tego tytułu nie nastąpi w terminie, Ghelamco Group NV zobowiązała się zapewnić Spółce, bezpośrednio lub za pośrednictwem innych podmiotów, równoważne finansowanie przed terminem wymagalności odpowiednich zobowiązań. Choć zobowiązanie ma charakter bezwarunkowy i nieodwołalny, zdolność Ghelamco Group NV do jego wykonania zależy od realizacji działań na poziomie Grupy, w szczególności zbycia aktywów w zakładanych terminach, przedłużenia niektórych umów finansowania oraz pozyskania inwestora kapitałowego.

Scenariusz bazowy zakłada ponadto, że obligatariusze nie podejmą działań zmierzających do wcześniejszego wykupu obligacji Spółki w związku z naruszeniem warunków emisji. Działania awaryjne – pozyskanie dodatkowych partnerów inwestycyjnych dla wybranych projektów lub inwestora kapitałowego do polskiej platformy deweloperskiej Grupy – nie zostały uwzględnione w scenariuszu bazowym.

Grupa Ghelamco podjęła decyzję o rozpoczęciu nowego modelu działania polegającego na realizacji projektów z partnerami biznesowymi poprzez spółki joint venture. Taki model współpracy pozwala na połączenie kompetencji Grupy Ghelamco jako dewelopera z wsparciem finansowym dostarczonym przez partnera oraz wykorzystanie aktywów Grupy Ghelamco. Zdaniem Zarządu takie podejście jest optymalne w obecnej sytuacji.

W ramach tego modelu rozważana jest współpraca z innymi podmiotami w projektach:

- a) Chopin Tower (projekt Wronia)
- b) Dworzec Gdański
- c) Projekt Vibe 2

Jak wyżej realizacja powyższych inwestycji przez spółki projektowe może wygenerować nadwyżkę środków pieniężnych, które Zarząd Spółki w części może wykorzystać do sfinansowania spłaty obligacji.

KONTEKST STRATEGICZNY: ZMIANA MODELU BIZNESOWEGO GRUPY GHELAMCO W POLSCE

Grupa Ghelamco wdraża w Polsce model realizacji wybranych projektów wspólnie z partnerami inwestycyjnymi („model dewelopera platformowego”). W tym modelu partner może nabyć projekt lub udział w projekcie i uczestniczyć w jego finansowaniu, natomiast podmioty z Grupy Ghelamco mogą nadal świadczyć usługi związane z przygotowaniem, realizacją, zarządzaniem i komercjalizacją projektu, na warunkach uzgodnionych dla danej transakcji. W tym modelu zapotrzebowanie na kapitał będzie ograniczone w porównaniu z okresami historycznymi. Sprzedaż The Bridge stanowiła element realizowanego przez Grupę programu redukcji zadłużenia. Pierwszą transakcją w modelu dewelopera platformowego jest sprzedaż projektu Chopin Tower (Ghelamco Wronia sp. z o.o.), której finalizacja pozostaje uzależniona od spełnienia warunków opisanych w punkcie 1.4. Grupa posiada inne

działki, które potencjalnie mogą zostać zagospodarowane w podobnej strukturze, i prowadzi wstępne, niewiążące rozmowy z potencjalnymi partnerami biznesowymi. Ponadto Grupa prowadzi wstępne rozmowy z potencjalnymi partnerami biznesowymi dotyczące zaangażowania Grupy w charakterze dewelopera (na podstawie umów o zarządzanie procesem deweloperskim) w projekty realizowane na nieruchomościach należących do tych partnerów, bez konieczności nabywania gruntu przez Grupę.

W rezultacie, z perspektywy Spółki, przejście na model dewelopera platformowego powinno ograniczyć skalę jej działalności finansowej w porównaniu z poprzednimi okresami. Oczekuje się, że Spółka będzie nadal udzielać finansowania wybranym Spółkom Projektowym zaangażowanym w projekty realizowane w nowym modelu (zawsze z zastrzeżeniem ograniczeń wynikających z innych umów finansowania zawartych w ramach Grupy), przy czym liczba finansowanych projektów i kwota nowego finansowania powinny być istotnie niższe niż w dotychczasowym modelu dewelopera bilansowego. Spółka będzie również nadal zarządzać istniejącym portfelem pożyczek, dochodzić ich spłaty oraz regulować zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji. W prognozie płynności Zarząd uwzględnił przepływy pieniężne z konkretnych, zidentyfikowanych transakcji – najistotniejsze z nich opisano powyżej, natomiast pozostałe, mniejsze transakcje uwzględnione w prognozie nie zostały odrębnie opisane. Część z tych transakcji nie została sfinalizowana i pozostaje uzależniona od spełnienia określonych warunków. W związku z tym oczekiwane korzyści ze zmiany modelu nie eliminują istotnej niepewności dotyczącej zdolności Spółki do kontynuowania działalności.

Szczegółowy opis zmiany modelu został przedstawiony w nocie 3 („Kontynuacja działalności”) półrocznego skróconego sprawozdania finansowego spółki Ghelamco Invest sp. z o.o.

2.6. WAŻNIEJSZE OSIĄGNIĘCIA W DZIEDZINIE BADAŃ I ROZWOJU

Spółka nie posiada własnej komórki badań i rozwoju.

3. INFORMACJA O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH, ISTOTNYCH RYZYKACH ORAZ OBCIĄŻENIACH KREDYTOWYCH SPÓŁKI

Ghelamco Invest (Spółka, Emitent) jest spółką celową utworzoną na potrzeby emisji obligacji. Jej działalność jest związana z pozyskiwaniem funduszy na realizację zamierzeń inwestycyjnych podmiotów kontrolowanych przez Granbero Holdings Ltd (Grupa, Grupa Gwaranta). Bezpośrednimi ryzykami dla Ghelamco Invest są ryzyko kredytowe (ryzyko braku spłaty pożyczek przez spółki projektowe) i ryzyko płynności, a także ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej; dwa ostatnie są ograniczane poprzez naturalne ich zabezpieczenie przez udzielanie finansowania spółkom projektowym w walucie, w jakiej sama pozyskuje finansowanie oraz z marżą umożliwiającą pokrycie kosztów pozyskania tego finansowania.

Na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania istnieje istotna niepewność, która może budzić poważne wątpliwości co do zdolności Spółki do kontynuowania działalności (punkt 3.2 oraz nota 3 półrocznego skróconego sprawozdania finansowego). Niemniej ryzyka dotyczące Grupy i jej działalności mogą dotyczyć obligacji z uwagi na fakt, że zabezpieczeniem obligacji jest poręczenie udzielone przez Granbero Holdings Ltd. (Gwarant).

Ghelamco Invest jest przekonane, że poniższe czynniki, odnoszące się do działalności Granbero Holdings Ltd i jej podmiotów zależnych mogą być istotne z punktu widzenia inwestorów. Każdy z tych czynników może wystąpić bądź też nie i Spółka nie jest w stanie wyrazić opinii o prawdopodobieństwie wystąpienia takiego czynnika.

Poniżej opisane są także czynniki, które według Spółki mogą mieć istotne znaczenie dla oceny ryzyka rynkowego związanego z Obligacjami.

Spółka jest przekonana, że czynniki opisane poniżej to podstawowe ryzyka związane z inwestycją w obligacje, niemniej jednak Ghelamco Invest może nie być w stanie zapłacić odsetek, kwoty głównej lub innych kwot z tytułu obligacji także z innych powodów, wobec czego, Ghelamco Invest nie składa oświadczenia, że poniższa lista ryzyk związanych z nabyciem obligacji emitowanych przez Spółkę jest wyczerpująca. Potencjalni inwestorzy powinni wypracować własny pogląd jeszcze przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej.

3.1. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z DZIAŁALNOŚCIĄ SPÓŁKI I GRUPY GWARANTA

Odroczone terminy zwrotu środków finansowych charakterystyczne dla działalności deweloperskiej związane z długim okresem realizacji projektów nieruchomościowych

Grupa Gwaranta prowadzi działalność deweloperską oraz inwestycyjną. Główną cechą tej działalności jest konieczność zaangażowania znacznych środków o odroczonym terminie zwrotu. Okres prowadzenia projektu od momentu rozpoczęcia do chwili uzyskania środków z jego sprzedaży lub rozpoczęcia generowania przychodów z tytułu najmu powierzchni jest wydłużony, a w tym czasie projekty te nie generują żadnych przychodów. Długotrwałe opóźnienie w sprzedaży lub brak popytu na najem może, w szczególności przy niekorzystnej sytuacji makroekonomicznej, skutkować nieodzyskaniem części lub całości zainwestowanych środków. W związku z tym moment uzyskania przychodów może być znacznie oddalony w stosunku do poniesionych nakładów na realizację danego projektu.

Ponadto długi okres realizacji projektu powoduje, że szacunki kosztów inwestycji, a także prognozy przyszłych przychodów z projektu są obarczone większym ryzykiem błędu. Koszty takich projektów mogą ulegać zmianie wskutek wielu czynników, do których należą między innymi: (i) zmiany zakresu projektu oraz zmiany w projekcie architektonicznym, (ii) wzrost cen materiałów budowlanych, (iii) niedobór wysoko wykwalifikowanych pracowników lub wzrost kosztów ich zatrudnienia, oraz (iv) niewykonanie prac przez wykonawców w uzgodnionych terminach i w uzgodnionym standardzie. Każda zmiana wielkości, wyceny lub innych właściwości projektów, opóźnienie w technicznej realizacji projektów, przekroczenie kosztów założonych w budżecie spowodowane niekorzystnymi warunkami pogodowymi, niedobór materiałów lub sprzętu budowlanego lub inne nieprzewidziane trudności techniczne mogą spowodować wzrost kosztów lub utratę przychodów z projektów, zablokowanie środków zainwestowanych w kupno gruntu, a nawet brak możliwości zakończenia danego projektu.

Długi okres realizacji inwestycji może stanowić istotne zagrożenie dla płynności finansowej Spółki. Każda z powyższych okoliczności może mieć negatywny wpływ na działalność lub wyniki finansowe Spółki, Gwaranta lub Grupy Gwaranta.

Nieosiągnięcie oczekiwanych wpływów ze sprzedaży nieruchomości lub błędna wycena nieruchomości

Strategia Grupy Gwaranta zakłada między innymi generowanie przychodów ze sprzedaży wybranych, przeznaczonych do sprzedaży, nieruchomości Grupy Gwaranta. Nieruchomości są aktywami o relatywnie niskim poziomie płynności w porównaniu z innymi składnikami majątku, a ich sprzedaż to zazwyczaj złożony i długotrwały proces. Pomiędzy rozpoczęciem procesu sprzedaży a terminem, w którym taka sprzedaż zostanie dokonana mogą pogorszyć się warunki rynkowe, wystąpić nadpodaż powierzchni nieruchomości biurowych lub brak zainteresowania ze strony inwestorów nabywających nieruchomości. Ponadto, nieruchomości podlegają wycenie zarówno na etapie zakupu, jak i sprzedaży. Wyceny są oparte na założeniach, prognozach i szacunkach, które mogą okazać się błędne lub ulec zmianie.

Prognozy stanowiące podstawę przeprowadzonych wycen nieruchomości znajdujących się w portfelu Grupy Gwaranta mogą okazać się nieprawidłowe z powodu m.in. ograniczonej ilości oraz jakości publicznie dostępnych danych. Jeżeli prognozy i założenia do nich okażą się nieprawidłowe, faktyczna wartość nieruchomości w portfelu Grupy Gwaranta może różnić się od wartości rozpoznanej w sprawozdaniu finansowym. Co więcej, Grupa Gwaranta, zgodnie z zasadami rachunkowości, corocznie dokonuje niezależnej aktualizacji wyceny nieruchomości, a wszelki wzrost lub obniżenie wartości nieruchomości rozpoznawane są jako zysk lub strata z aktualizacji wyceny w skonsolidowanym rachunku wyników Grupy Gwaranta za okres, w którym występuje aktualizacja.

W konsekwencji, nie można zagwarantować, iż Grupa Gwaranta będzie w stanie sprzedać nieruchomości przeznaczone do sprzedaży lub że uzyska przychody ze sprzedaży w wysokości odpowiadającej wycenom dla poszczególnych nieruchomości. Nie ma również pewności, że wyceny obecnych i przyszłych nieruchomości Grupy Gwaranta będą odzwierciedlały faktyczne ceny ich sprzedaży (nawet jeżeli sprzedaż nastąpi wkrótce po dacie danej wyceny) ani że zostanie osiągnięty szacowany zysk i zrealizowany zostanie zakładany roczny przychód z wynajmu nieruchomości. W wyniku powyższego podmioty z Grupy Gwaranta mogą wykazywać znaczące zyski i straty w poszczególnych okresach w zależności od zmian sytuacji rynkowej, wartości godziwej wynikającej z wyceny danej nieruchomości, bez względu na to, czy nieruchomości takie zostaną sprzedane, czy nie. Każda z tych okoliczności może mieć negatywny wpływ na sytuację finansową Spółki, Gwaranta lub Grupy Gwaranta.

Brak nowych najemców oraz niewypłacalność najemców

Spółki z Grupy Gwaranta w przeszłości realizowały duże projekty biurowe, wieżowe o znaczącej powierzchni, bazując na konieczności pozyskania minimalnego, wymaganego przez podmioty finansujące, poziomu najmu w celu rozpoczęcia realizacji danego projektu nieruchomościowego. Brak nowych najemców ma bezpośredni wpływ na spółki projektowe i sytuację Grupy Gwaranta, co wpływa na zdolność Spółki do regulowania zobowiązań. Spółka nie realizuje samodzielnie projektów nieruchomościowych. Niektóre większe projekty wymagają osiągnięcia pewnego (wewnętrznie zdefiniowanego w zależności od projektu) poziomu wstępnej sprzedaży lub wstępnego wynajmu przed rozpoczęciem procesu budowlanego. Wymagany poziom jest zależny od różnych parametrów zazwyczaj wynikających z (dużej) skali projektu, zmieniającej się sytuacji rynkowej lub rodzaju przedsięwzięcia. Choć najemcami są w większości uznane podmioty międzynarodowe, a płatność należności z tytułu umów najmu jest zabezpieczana (np. poprzez depozyty (kaucje) lub gwarancje bankowe) nie można wykluczyć, że niektórzy najemcy staną się niewypłacalni lub z innych powodów zaprzestaną regulowania należności z tytułu najmu. Pomimo osiągnięcia wstępnego poziomu wynajmu nie można wykluczyć, że z uwagi na potencjalną lukę popytu ze strony nowych najemców jego poziom po zakończeniu budowy będzie niewystarczający dla osiągnięcia satysfakcjonującego poziomu, przy którym projekt może być sprzedany.

Pozyskiwanie najemców jest w silny sposób skorelowane z sytuacją gospodarczą i sytuacją na rynku nieruchomości. Zwiększony poziom pustostanów na rynku, wysoka konkurencja i zaostrzone warunki finansowania przez banki mogą wpłynąć na skłonność niektórych deweloperów do obniżania stawek czynszu w swoich projektach dla wypełnienia postanowień umownych. Spadek czynszów najmu może negatywnie wpłynąć na możliwość sprzedaży lub wynajmu nieruchomości i przychodowość projektów realizowanych przez spółki projektowe.

Wartość projektów nieruchomościowych przeznaczonych do wynajmu jak również cena ich sprzedaży zależy od poziomu wynajmu danego projektu, okresu obowiązywania umów najmu, jak również od zdolności finansowej najemców.

Jeżeli dla realizowanych i planowanych projektów spółki z Grupy Gwaranta nie będą w stanie pozyskać odpowiednich najemców, posiadających dobrą kondycję finansową i zamierzających zawrzeć długoterminowe umowy najmu, a dla projektów utrzymywanych w portfolio przedłużyć okresy najmu wygasających umów najmu na korzystnych warunkach, może mieć to istotny niekorzystny wpływ na wartość rynkową portfela nieruchomości Grupy Gwaranta. W przypadku niektórych projektów nieruchomościowych realizowanych przez spółki projektowe ryzyko nieprzedłużenia okresu najmu na korzystnych warunkach ma szczególne znaczenie w odniesieniu do kluczowych najemców, którzy zajmują większość dostępnej powierzchni biurowej.

Nieuzyskanie przez podmioty z Grupy Gwaranta poziomu wynajmu posiadanych nieruchomości skutkującej możliwością ich zbycia może wpłynąć na działalność i wyniki finansowe Spółki, Gwaranta, podmiotów Grupy Gwaranta, a co za tym idzie na ich możliwość spłaty zobowiązań na rzecz Spółki.

Utrata płynności finansowej przez wykonawców i podwykonawców robót budowlanych realizujących projekty dla podmiotów z Grupy Gwaranta

Podmioty z Grupy Gwaranta zawierały i w przyszłości mogą zawierać umowy z wykonawcami robót budowlanych na realizację projektów budowlanych, którzy z kolei zawierają umowy z podwykonawcami. Powodzenie realizacji budowy projektów zależy od zdolności Grupy Gwaranta do zatrudnienia generalnych wykonawców lub wykonawców, którzy realizują projekty zgodnie z przyjętymi standardami jakości i bezpieczeństwa, na komercyjnie uzasadnionych warunkach, w uzgodnionych terminach oraz w ramach zatwierdzonego budżetu. W przeszłości doszło do utraty płynności finansowej przez wykonawców i podwykonawców, realizujących powyżej 10% wartości prac budowlanych danego projektu. Ryzyko przekroczenia budżetu zatwierdzonego dla danego projektu nieruchomościowego ma szczególne znaczenie w przypadku charakterystycznych dla działalności Grupy Gwaranta dużych (wieżowych) projektów o znaczącej powierzchni najmu, które wymagają wysokich nakładów inwestycyjnych i wiążą się z wyższym ryzykiem powodzenia projektu.

W przyszłości wykonawcy lub podwykonawcy mogą utracić płynność finansową, co może wpłynąć na jakość i terminowość realizacji zleconych prac. W przypadku projektów Grupy Gwaranta, w przypadku dużych (wieżowych) projektów każde istotne odchylenie od prognozowanego kosztu lub konieczność poniesienia dodatkowych nakładów w wyniku utraty płynności finansowej przez wykonawców i podwykonawców może negatywnie wpłynąć na zwrot z inwestycji, a co za tym idzie możliwość regulowania przez Spółkę zobowiązań. Utrata płynności finansowej może doprowadzić także do całkowitego zaprzestania prac przez wykonawcę lub podwykonawcę robót budowlanych i spowodować konieczność jego zastąpienia i poniesienia dodatkowych kosztów. Całkowity brak możliwości zatrudnienia generalnych wykonawców może spowodować opóźnienia realizacji projektów lub ich zaniechanie. Z powodu niedotrzymania przez wykonawców przyjętych standardów jakości i bezpieczeństwa lub nieukończenia budowy w terminie lub w ramach uzgodnionego budżetu mogą wzrosnąć koszty realizacji przedsięwzięcia, wystąpić opóźnienia w jego realizacji, a także pojawić się roszczenia wobec Grupy Gwaranta.

Wybór podwykonawców ma bezpośredni wpływ na spółki projektowe i sytuację Grupy Gwaranta co wpływa na zdolność Spółki do regulowania zobowiązań. Spółka nie ma wpływu na decyzje dotyczące wyboru podwykonawców dokonywanego przez generalnego wykonawcę danego projektu nieruchomościowego. W przypadku istotnej koncentracji prac wykonywanych przez jednego lub niewielką grupę podwykonawców nagła utrata płynności, likwidacja bądź bankructwo tych podwykonawców może doprowadzić do istotnego wzrostu kosztów budowy który przekroczyłby poziom zakładanych przez podmioty Grupy Gwaranta rezerw na potencjalne zwiększenie kosztów (koszty nieprzewidziane) stanowiące do 10% kwoty budżetowanego kosztu generalnego wykonawcy, opóźnienia wynikającego ze zmiany wykonawcy lub podwykonawcy, które to mogą wpłynąć negatywnie na rentowność projektu budowlanego realizowanego przez Grupę Gwaranta, a w konsekwencji na ograniczenie lub brak spłaty zobowiązań przez spółki projektowe Grupy Gwaranta na rzecz Spółki czy realizacji zysku przez spółki projektowe Grupy Gwaranta, a co za tym idzie na zdolność Spółki do wykonywania zobowiązań.

Przejęcie aktywów Grupy Gwaranta, w tym udziałów i akcji spółek projektowych

W związku z finansowaniem realizacji projektów przez banki, posiadane przez Grupę Gwaranta nieruchomości, na których realizowane są projekty obciążone są hipotekami na rzecz banków na zabezpieczenie udzielonych kredytów. Ponadto, zwyczajowo na akcjach i udziałach spółek projektowych ustanawiane są zastawy na rzecz banków.

W przypadku naruszenia warunków finansowania, w tym zaprzestania spłaty zaciągniętych kredytów, banki finansujące mogą prowadzić egzekucje z nieruchomości i zastawionych udziałów lub akcji, doprowadzając do ich zajęcia, sprzedaży w toku postępowania egzekucyjnego lub przejęcia w celu zaspokojenia należności banków kredytujących te spółki projektowe. Dla istotnych projektów naruszenie warunków finansowania projektów nieruchomościowych może skutkować wystąpieniem przypadku naruszenia warunków emisji obligacji Spółki. Banki mogą także dochodzić od Gwaranta realizacji poręczeń, gwarancji korporacyjnych lub umów wsparcia zawieranych na zabezpieczenie umów kredytowych. Ponadto banki finansujące mogą złożyć wniosek o upadłość Gwaranta lub spółki będącej kredytobiorcą, co za tym idzie spowodować brak możliwości odzyskania środków pozyskanych od Spółki.

To ryzyko ma bezpośredni wpływ na aktywa Grupy Gwaranta, spółek projektowych i sytuację Grupy Gwaranta co bezpośrednio wpływa na zdolność Spółki do regulowania zobowiązań. W wyniku tych działań Grupa Gwaranta może utracić posiadane nieruchomości, udziały lub akcje w spółkach projektowych lub innych istotnych składników swojego majątku. Nie można także wykluczyć, że w przypadku nieuregulowania zobowiązań, banki będące wierzycielami skorzystają z przysługującego im prawa wystąpienia do sądu z wnioskiem o ogłoszenie upadłości spółki projektowej lub innej spółki należącej do Grupy Gwaranta, czy też przejęcie kontroli nad taką spółką.

Nieosiągnięcie celów strategicznych lub ich niewłaściwa realizacja

Cele strategiczne Gwaranta i Grupy Gwaranta w zakresie dotychczas prowadzonej działalności różnią się od celów strategicznych Spółki. Spółka udostępnia i organizuje środki finansowe na realizację przez Grupę Gwaranta projektów nieruchomościowych i rozwój struktury grupy. Strategia Grupy Gwaranta w zakresie dotychczas prowadzonej działalności jest skoncentrowana na zarządzaniu i budowaniu rentownych, wysokiej jakości, przyjaznych środowisku nieruchomości biurowych (komercyjnych) w atrakcyjnych lokalizacjach, a także na dywersyfikacji portfela nieruchomości (w tym poprzez realizację projektów handlowo-usługowych i projektów mieszkaniowych). Termin realizacji projektu, w związku z maksymalizacją zwrotu z inwestycji może stać w sprzeczności z oczekiwaniami Spółki odnośnie do szybkiego terminu zwrotu środków finansowych.

Charakterystycznym elementem dotychczasowej działalności Grupy Gwaranta jest inwestowanie w sektorze wysokiej klasy budynków biurowych i biurowo-usługowych (komercyjnych) i mieszkaniowych. Spółka i Gwarant nie mogą zapewnić, że ich cele strategiczne zostaną osiągnięte. Rynek, na którym działa Grupa Gwaranta, podlega ciągłym zmianom, których kierunek i natężenie zależne są od wielu czynników. Pozycja rynkowa w następnych latach, a w efekcie przychody i zyski Spółki, Gwaranta i Grupy Gwaranta w przyszłości, zależne są od zdolności do wypracowania i wdrożenia długoterminowej strategii.

Aktualnie Grupa Gwaranta zmienia swoją strategię ze strategii deweloperskiej, w której spółki Grupy Gwaranta realizowały projekty deweloperskie na własny rachunek a dezinvestycja następowała po ustabilizowaniu projektu, na model dewelopera platformowego, w którym spółki z Grupy Gwaranta inicjują projekty oraz realizują je i

zarządzają nimi, głównie na rzecz inwestorów zewnętrznych lub wspólnie z nimi. Partner inwestycyjny nabywa projekt lub udział w nim i zapewnia finansowanie jego dalszej realizacji, a Grupa Gwaranta zachowuje rolę dewelopera, uzyskując wynagrodzenie za zarządzanie procesem deweloperskim i projektem, realizację robót budowlanych i komercjalizację, a także udział w zysku z projektu po osiągnięciu przez inwestora uzgodnionych progów zwrotu (*promote*). Pierwszą transakcją w tym modelu ma być sprzedaż projektu Chopin (Ghelamco Wronia sp. z o.o.), której finalizacja pozostaje uzależniona od spełnienia warunków zawieszających. Nie ma gwarancji, że zmiana modelu przyniesie oczekiwane efekty. W szczególności Grupa Gwaranta może nie pozyskać partnerów inwestycyjnych dla kolejnych projektów na akceptowalnych warunkach, a wynagrodzenia z tytułu usług deweloperskich są realizowane stopniowo w trakcie realizacji projektów, natomiast udział w zysku (*promote*) jest wypłacany co do zasady dopiero po ukończeniu i komercjalizacji lub sprzedaży projektu. Środki generowane w nowym modelu przez spółki operacyjne Grupy Gwaranta będą przekazywane do Spółki dopiero po zaspokojeniu ich własnych zobowiązań i potrzeb finansowych oraz z zastrzeżeniem ograniczeń wynikających z zawartych przez nie umów finansowania, co może wpłynąć na wysokość i terminy wpływów dostępnych dla Spółki.

Realizacja dużych projektów deweloperskich w centrach miast przez spółki projektowe Grupy Gwaranta może rodzić sprzeciwy lub protesty społeczne i żądania okolicznych mieszkańców

Duża część projektów deweloperskich podmiotów z Grupy Gwaranta jest realizowana na nieruchomościach położonych w ścisłych centrach miejskich, sąsiadujących z gęstą, w tym zabytkową zabudową mieszkaniową, wielorodzinną.

Ze względu na wielkość niektórych projektów realizowanych przez podmioty Grupy Gwaranta realizacja dużych kubaturowo czy powierzchniowo projektów deweloperskich na tych nieruchomościach może rodzić sprzeciwy bądź protesty mieszkańców czy użytkowników okolicznych budynków. Protesty te mogą z kolei wpłynąć negatywnie na bieg postępowań administracyjnych dotyczących projektów bądź też spowodować wzmożoną kontrolę realizacji projektu przez organy administracji powołane do nadzoru budowlanego i ochrony zabytków. Ponadto nie można wykluczyć, że przeciwko podmiotom z Grupy Gwaranta podnoszone będą roszczenia i żądania mające swe podstawy w przepisach prawa budowlanego, prawa o gospodarowaniu nieruchomościami czy tzw. prawa sąsiedzkiego.

W przypadku uzasadnionych roszczeń i żądań spółki projektowe mogą być zmuszone do ich zaspokojenia. W każdym zaś z przypadków protesty bądź podnoszone roszczenia mogą powodować opóźnienia lub inne utrudnienia w realizacji projektu deweloperskiego, co za tym idzie na opóźnienia lub brak możliwości zwrotu środków pozyskanych od Spółki.

Konieczność uzgadniania decyzji z partnerem konsorcjalnym niekontrolowanym przez Grupę Gwaranta w ramach projektów joint venture

Specyfika rynku nieruchomości i projektów inwestycyjnych realizowanych przez Grupę Gwaranta wymaga w niektórych przypadkach zaangażowania w projekty joint venture z podmiotami niekontrolowanymi przez Grupę Gwaranta, w tym podmiotami z sektora publicznego, i dokonania znaczących nakładów finansowych w związku z realizacją projektu.

Realizacja projektów deweloperskich może ulegać wydłużeniu lub wstrzymaniu wskutek zmian organizacyjnych, własnościowych u partnerów joint venture, zmian w ocenie ryzyka projektów, co może skutkować brakiem terminowego uzgodnienia decyzji inwestycyjnych z partnerem konsorcjalnym, przedłużenie realizacji projektów budowlanych lub zaniechanie ich realizacji w przyszłości. Co więcej, realizacja projektów joint venture wymaga uzgadniania decyzji z partnerem konsorcjalnym.

Opóźnienia przy podejmowaniu decyzji mogą wpłynąć na termin realizacji projektu i opóźnienia zwrotu pozyskanych od Spółki środków. Może to mieć negatywny wpływ na działalność lub wyniki finansowe Spółki, Gwaranta lub Grupy Gwaranta oraz na zdolność Spółki do wykonywania zobowiązań.

Niespełnienie wymogów prawnych oraz negatywne decyzje organów administracji publicznej odnośnie do pozwoleń na prowadzenie i zakończenie prac budowlanych

Realizacja projektów deweloperskich wiąże się z koniecznością spełnienia wielu wymagań określonych w przepisach prawa. W szczególności spółki projektowe muszą uzyskiwać liczne pozwolenia, zezwolenia i zgody (w tym decyzje o warunkach zabudowy i pozwolenia na budowę) wydawane przez organy administracyjne. Posiadanie tych dokumentów stanowi formalnoprawny warunek rozpoczęcia, prowadzenia oraz oddania do użytkowania inwestycji budowlanej.

Jakiegokolwiek błędy czy wewnętrzne sprzeczności w tych dokumentach lub też opinia, że realizacja inwestycji jest prowadzona w sposób niezgodny z warunkami w nich określonymi mogą potencjalnie doprowadzić do wstrzymania procesu inwestycyjnego aż do czasu usunięcia stwierdzonych wad i nieprawidłowości. Organy administracji budowlanej mogą również odmówić wydania takich pozwoleń, zezwoleń lub zgód wymaganych w związku z projektami bądź ich wydanie może ulec opóźnieniu. Ponadto wydane decyzje administracyjne (w tym pozwolenia na budowę) mogą być wydane z naruszeniem prawa lub obciążone innymi wadami.

Powyższe może doprowadzić do wzruszenia tych decyzji na późniejszym etapie realizacji projektu budowlanego. Nieuzyskanie lub opóźnienia w uzyskaniu wymaganych pozwoleń, zezwoleń i zgód, a także podważenie wydanych decyzji administracyjnych może spowodować wstrzymanie procesu inwestycyjnego. Przekłada się to bezpośrednio na pogorszenie rentowności inwestycji i wyniki finansowe Spółki, Gwaranta oraz Grupy Gwaranta. Ryzyko to dotyczy również transakcji realizowanych w modelu dewelopera platformowego – w szczególności zawarcie umowy przyrzeczonej sprzedaży projektu Chopin jest uzależnione m.in. od zatwierdzenia wniosku o zmianę pozwolenia na budowę oraz niewykonania przez m.st. Warszawę ustawowego prawa pierwokupu w odniesieniu do części nieruchomości.

Konflikt interesów między Spółką a podmiotami z Grupy Ghelamco

Zdolność Spółki do wywiązania się ze zobowiązań wynikających z obligacji zależy od decyzji podejmowanych przez spółki z Grupy Gwaranta oraz z Grupy Ghelamco. Obejmują one decyzje dotyczące alokacji wpływów ze sprzedaży projektów, spłaty zobowiązań międzygrupowych oraz udzielania wsparcia finansowego Spółce. Interesy tych podmiotów, ich wierzycieli i akcjonariuszy mogą różnić się od interesów Spółki i jej obligatariuszy. Członkowie Zarządu Spółki mogą również pełnić funkcje w innych podmiotach z Grupy Ghelamco. Nie można wykluczyć, że decyzje podejmowane w ramach Grupy Ghelamco nie będą w pełni uwzględniały interesów Spółki, co może negatywnie wpłynąć na jej sytuację finansową oraz zdolność do wywiązywania się ze swoich zobowiązań.

3.2. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z SYTUACJĄ FINANSOWĄ SPÓŁKI I GRUPY GWARANTA

Wartość łącznego zadłużenia Spółki

Na dzień 30 czerwca 2026 r. wartość nominalna zobowiązań Spółki z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła 809 481 tys. PLN, w tym 0 tys. PLN zobowiązań przeterminowanych. Spółka nie posiada zobowiązań z tytułu kredytów bankowych i udzielonych gwarancji.

Splata obligacji wyemitowanych przez Spółkę jest zabezpieczona poręczeniem udzielonym przez Gwaranta. Na dzień 30 czerwca 2026 r. łączna suma poręczeń udzielonych przez Gwaranta na zabezpieczenie spłaty obligacji Spółki wyniosła 2 383 335 tys. PLN.

Podporządkowanie spłaty zobowiązań spółek projektowych wobec Spółki spłacie długu bankowego oraz zabezpieczenie kredytów udzielonych spółkom projektowym przez banki na aktywach tych spółek projektowych

Spółka jest podmiotem nieposiadającym udziałów w spółkach projektowych oraz nieprowadzącym bezpośrednich inwestycji w spółki projektowe. Zasadniczo nie posiada także innych aktywów niż należności od spółek projektowych (dług wewnątrzgrupowy podporządkowany), których spłata jest podporządkowana spłacie kredytów udzielonych danej spółce projektowej przez banki (dług bankowy). Niezależnie od tego spółki projektowe w zależności od potrzeb zaciągają również pożyczki od innych spółek z Grupy Ghelamco (dodatkowy dług wewnątrzgrupowy podporządkowany). Spłata tych dodatkowych wierzytelności jest podporządkowana spłacie długu bankowego. Dług bankowy oraz dług wewnątrzgrupowy podporządkowany są spłacane ze środków uzyskanych ze sprzedaży projektu prowadzonego przez daną spółkę projektową. Ewentualne naruszenia warunków długu bankowego lub brak jego spłaty w uzgodnionych w dokumentacji kredytowej terminach może m.in. wpłynąć na rozpoczęcie procesu realizacji zabezpieczeń przez banki bezpośrednio z aktywów danej spółki projektowej, co może opóźnić spłatę długu wewnątrzgrupowego podporządkowanego przez daną spółkę projektową na rzecz Spółki (a raczej na jej ograniczenie) lub w skrajnym przypadku skutkować brakiem spłaty. Otrzymanie przez Spółkę spłaty jedynie części długu wewnątrzgrupowego podporządkowanego danej spółki projektowej lub całkowity brak jej otrzymania może negatywnie wpłynąć na zdolność Spółki do wykonywania swoich zobowiązań.

Na dzień 30 czerwca 2026 r. należności Spółki z tytułu udzielonych pożyczek charakteryzowały się wysoką koncentracją – pożyczki udzielone Ghelamco The Bridge sp. z o.o. oraz Ghelamco Wronia sp. z o.o. stanowiły odpowiednio 56,8% i 20,0% ich wartości. W następstwie sprzedaży projektu The Bridge Ghelamco The Bridge sp. z o.o. nie jest w stanie spłacić w całości swojego zobowiązania wobec Spółki (oczekiwana spłata 237 514 tys. PLN przy saldzie 536 302 tys. PLN na dzień 30 czerwca 2026 r.), a w przypadku Ghelamco Wronia sp. z o.o. część pożyczki pozostała po sprzedaży projektu Chopin ma zostać spłacona ze środków z dalszego zaangażowania Grupy Gwaranta w realizację tego projektu, które będą realizowane w znacznej mierze po najbliższych terminach wykupu obligacji. Okoliczności te zostały odzwierciedlone w wycenie pożyczek do wartości godziwej – strata z wyceny w I półroczu 2026 r. wyniosła 369 496 tys. PLN. Dalsze obniżenie wartości godziwej pożyczek lub brak ich spłaty

przez spółki projektowe może negatywnie wpłynąć na sytuację finansową Spółki i jej zdolność do wykonywania zobowiązań.

Ryzyko utraty płynności przez Spółkę oraz istotna niepewność co do kontynuacji działalności

Spółka nie prowadzi własnej działalności operacyjnej, a jej zdolność do terminowego regulowania zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji zależy przede wszystkim od odzyskiwalności i terminów spływu należności z tytułu pożyczek udzielonych spółkom projektowym. Na dzień 30 czerwca 2026 r. kapitał własny Spółki był ujemny i wynosił -353 082 tys. PLN, a strata netto za I półrocze 2026 r. wyniosła 359 298 tys. PLN, przede wszystkim w wyniku straty z wyceny udzielonych pożyczek do wartości godziwej. Na ten dzień zobowiązania krótkoterminowe Spółki wynosiły 455 205 tys. PLN, a środki pieniężne – 7 338 tys. PLN (681 tys. PLN na dzień 30 września 2026 r.). 26 marca 2027 r. przypada termin wykupu obligacji serii PZ4 i PZ5 o łącznej wartości nominalnej 405 000 tys. PLN, a w IV kwartale 2027 r. – obligacji serii PPZ1, PPZ1B, PZ7 i PZ6.

Plan Zarządu dotyczący zapewnienia płynności Spółki opiera się na scenariuszu bazowym zakładającym łączną realizację następujących działań: (i) sprzedaży aktywów – częściowej spłacie pożyczek przez Ghelamco The Bridge sp. z o.o. po sprzedaży projektu The Bridge oraz planowanej sprzedaży projektu Kreo, (ii) transakcji w modelu dewelopera platformowego, w tym sprzedaży projektu Chopin Tower (oczekiwana częściowa spłata pożyczek przez Ghelamco Wronia sp. z o.o. w szacowanej kwocie 91 425 tys. PLN przy saldzie 188 841 tys. PLN na dzień 30 czerwca 2026 r.), planowanej sprzedaży Vibe II oraz, w perspektywie 2028 r., projektu PKP Gdański, (iii) środkach pozyskanych przez inne spółki z Grupy Ghelamco w drodze planowanych emisji obligacji (w tym emisji zabezpieczonych obligacji uprzywilejowanych przez Ghelamco Group NV do 45 mln EUR oraz emisji obligacji przez Ghelamco Plac Grzybowski sp. z o.o. w kwocie 130 000 tys. PLN), przekazanych Spółce w drodze spłaty pożyczek lub w ramach innego uzgodnionego mechanizmu finansowania wewnątrzgrupowego oraz (iv) finansowaniu zapewnianym przez Ghelamco Group NV na podstawie nieodwołalnego zobowiązania z dnia 9 października 2026 r., w tym z tytułu nabycia akcji Ghelamco Invest NV od Ghelamco Poland Holding sp. z o.o. (łącznie 35 mln EUR w ratach płatnych do 5 stycznia 2028 r.) oraz dofinansowania Spółki w kwocie 15 mln EUR do 5 stycznia 2028 r. Kwota i terminy znacznej części tych wpływów pozostają niepewne, a planowane transakcje finansowe nie stanowią zapewnionego (wiążącego) finansowania. Zdolność Ghelamco Group NV do wykonania zobowiązania do zapewnienia finansowania zależy od realizacji działań na poziomie Grupy, w szczególności zbycia aktywów w zakładanych terminach, przedłużenia niektórych umów finansowania oraz pozyskania inwestora kapitałowego. Scenariusz bazowy zakłada ponadto, że obligatariusze nie podejmą działań zmierzających do wcześniejszego wykupu obligacji w związku z naruszeniem warunków emisji.

W związku z powyższym Zarząd stwierdził w półrocznym skróconym sprawozdaniu finansowym, że istnieje istotna niepewność, która może budzić poważne wątpliwości co do zdolności Spółki do kontynuowania działalności. Opóźnienie, niższe wpływy lub nieuzyskanie któregośkolwiek z powyższych źródeł finansowania mogą uniemożliwić Spółce terminowe regulowanie zobowiązań z tytułu obligacji i zmusić Zarząd do podjęcia dodatkowych działań, takich jak dodatkowa sprzedaż aktywów, renegocjacja terminów zapadalności obligacji lub pozyskanie dodatkowego wsparcia ze strony Grupy Ghelamco, których realizacja również nie jest pewna. W takim wypadku nie można wykluczyć wszczęcia postępowania restrukturyzacyjnego lub upadłościowego wobec Spółki, a w rezultacie takiego postępowania obligatariusze mogą nie otrzymać całości lub części należnych im płatności.

Brak możliwości pozyskania przez spółki z Grupy Gwaranta finansowania na wykup zapadających obligacji Spółki

Terminy spłaty pożyczek udzielonych przez Spółkę spółkom projektowym, z uwagi na terminy realizacji i sprzedaży projektów oraz podporządkowanie tych pożyczek finansowaniu bankowemu, nie są skorelowane z datami zapadalności obligacji. Plan Zarządu nie zakłada nowych emisji obligacji przez Spółkę – zakłada natomiast, że część środków na wykup obligacji Spółki zostanie pozyskana przez spółki z Grupy Gwaranta, w szczególności w drodze emisji obligacji oraz refinansowania ich zadłużenia, i przekazana Spółce w drodze spłaty pożyczek lub w ramach innego uzgodnionego mechanizmu finansowania wewnątrzgrupowego. Dotyczy to w szczególności planowanej emisji zabezpieczonych obligacji uprzywilejowanych przez Ghelamco Group NV (do 45 mln EUR; podpisany term sheet z PKO TFI S.A.), emisji obligacji przez Ghelamco Plac Grzybowski sp. z o.o. w kwocie 130 000 tys. PLN (planowanej na IV kwartał 2026 r.) oraz emisji obligacji lub innych instrumentów finansowych zabezpieczonych na aktywach projektu PKP Gdański w kwocie 50 000 tys. PLN (planowanej na drugą połowę 2028 r.). Na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego przygotowania do tych transakcji, w tym ustalanie struktury zabezpieczeń oraz rozmowy z potencjalnymi inwestorami i finansującymi, są w toku. Ich realizacja, wysokość wpływów i terminy zależą w szczególności od zawarcia stosownej dokumentacji, ustanowienia zabezpieczeń, decyzji inwestorów oraz warunków rynkowych. Spółka nie ma bezpośredniego wpływu na przebieg tych transakcji, a pozyskane w ich ramach środki będą dostępne dla Spółki wyłącznie w zakresie, w jakim zostaną jej przekazane, z zastrzeżeniem ograniczeń wynikających z umów finansowania zawartych przez te spółki. Brak możliwości pozyskania przez spółki z Grupy Gwaranta finansowania na akceptowalnych warunkach lub nieprzekazanie Spółce pozyskanych środków przed terminami zapadalności obligacji może mieć istotny negatywny wpływ na sytuację finansową Spółki i jej zdolność do wykonywania zobowiązań.

Odstępstwo od Warunków Emisji Obligacji przy alokacji wpływów ze sprzedaży projektów

Zgodnie z Warunkami Emisji Obligacji, wpływy ze sprzedaży projektu inwestycyjnego przez spółkę projektową, po spłacie finansowania udzielonego przez banki finansujące, mają zostać przeznaczone w pierwszej kolejności na spłatę w całości, wraz z naliczonymi odsetkami, pożyczek udzielonych bezpośrednio lub pośrednio spółce projektowej przez Spółkę. Przyjęta przy sprzedaży projektu The Bridge i Lawendowa alokacja wpływów z transakcji, oraz oczekiwana alokacja wpływów ze sprzedaży projektu Chopin Tower (w wyniku której pożyczka udzielona Ghelamco Wronia sp. z o.o. może zostać spłacona wyłącznie w części) – zgodnie z którą środki pozostałe po spłacie finansowania bankowego, zostaną przeznaczone na spłatę części (nie całości) pożyczek udzielonych spółce projektowej przez Spółkę, spłatę całości lub części pożyczek wewnątrzgrupowych udzielonych ww. spółce projektowej lub innej spółce projektowej przez Ghelamco Poland Holding sp. z o.o., a także na spłatę całości lub części innych zobowiązań związanych z finansowaniem działalności i realizowanych projektów The Bridge oraz Ghelamco Wronia lub działalności Grupy – stanowi odstępstwo od tych postanowień. Przyjęta odmienna alokacja wpływów stanowiła warunek sfinalizowania przedmiotowych transakcji: spłata finansowania bankowego była konieczna do zwolnienia zabezpieczeń udzielonych na rzecz banku finansującego, a tym samym do zawarcia umowy sprzedaży. Zarząd podjął tę decyzję na podstawie własnych analiz oraz opinii doradców, uznając, że niezrealizowanie transakcji spowodowałoby znacznie niższy poziom lub opóźnienie spłaty pożyczek udzielonych przez Spółkę. W ocenie Zarządu, przedstawionej w raporcie bieżącym z dnia 26 września 2026 r., opisana alokacja nie spowodowała powstania prawa doręczenia Spółce przez obligatariuszy żądania natychmiastowego wykupu obligacji. Nie można jednak wykluczyć, że obligatariusze podejmą działania zmierzające do wcześniejszego

wykupu obligacji, tym niemniej Zarząd ocenia to ryzyko jako niskie. Podjęcie przez obligatariuszy takich działań spowodowałoby wymagalność zobowiązań z tytułu obligacji – w tym serii zapadających w 2028 r. – w terminach wcześniejszych niż przyjęte w prognozie płynności, a Spółka nie dysponowałaby środkami wystarczającymi do ich zaspokojenia. Wystąpienie przypadku naruszenia w odniesieniu do jednej serii mogłoby ponadto skutkować naruszeniem warunków emisji pozostałych serii obligacji Spółki. Na dzień zatwierdzenia półrocznego skróconego sprawozdania finansowego Spółka nie otrzymała informacji o działaniach zmierzających do wcześniejszego wykupu obligacji.

Zdolność Gwaranta do wywiązania się ze zobowiązań wynikających z poręczenia

Splata obligacji Spółki jest zabezpieczona poręczeniem udzielonym przez Gwaranta. Na dzień 30 czerwca 2026 r. łączna suma poręczeń udzielonych przez Gwaranta w celu zabezpieczenia obligacji Spółki wynosiła 2 383 335 tys. PLN. Zdolność Gwaranta do wywiązania się z tych zobowiązań zależy od sytuacji finansowej Grupy Gwaranta, w tym od czynników opisanych w niniejszym rozdziale. Nie ma pewności, że w przypadku niewywiązania się przez Spółkę z obowiązku spłaty obligacji Gwarant będzie w stanie zaspokoić roszczenia posiadaczy obligacji w całości lub w terminie.

Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej

Działalność Grupy Gwaranta uzależniona jest od koniunktury na rynku nieruchomości (w tym od popytu inwestycyjnego, planów rozwoju przedsiębiorstw oraz popytu na nieruchomości), która z kolei jest silnie powiązana z sytuacją na rynku finansowym, w tym z tendencjami na rynku stóp procentowych. Działalność w branży deweloperskiej, poziom przychodów z takiej działalności i realizacja zysków są w dużym stopniu powiązane z ogólną koniunkturą gospodarczą, zarówno krajową, jak i międzynarodową. W przypadku wystąpienia spowolnienia czy pogorszenia sytuacji makroekonomicznej: (i) najemcy poszukują oszczędności, zmniejszenia kosztów stałych i inwestycji co bezpośrednio wpływa na chęć zmniejszenia powierzchni najmu, a co za tym idzie kosztów biura, ograniczenia lub nawet wstrzymania wydatków inwestycyjnych także w związku z ich umowami najmu, (ii) nabywcy mieszkań i lokali ograniczają aktywność inwestycyjną.

Znaczna część zadłużenia Spółki, Gwaranta i spółek projektowych jest oprocentowana według zmiennej stopy procentowej, opartej o poziom wskaźnika WIBOR. Istotny wzrost inflacji i stóp procentowych spowoduje, że znacznie zwiększy się nominalna wysokość odsetek płaconych od zadłużenia Spółki, Gwaranta i spółek projektowych.

Rynek nieruchomości cechuje się również wysoką cyklicznością. W rezultacie, liczba projektów ukończonych przez Grupę Gwaranta była i może być różna w poszczególnych latach, w zależności od, między innymi, ogólnych czynników makroekonomicznych, zmian demograficznych dotyczących określonych obszarów miejskich, dostępności nieruchomości w atrakcyjnych lokalizacjach, długości i skomplikowania procesów administracyjnych, obecności na rynku potencjalnych nabywców i najemców projektów, dostępności finansowania oraz cen rynkowych istniejących i nowych projektów.

Negatywna sytuacja na rynkach finansowych może skutkować wprowadzeniem przez banki zaostrzonych procedur kredytowych, zwiększeniem wymaganego poziomu zabezpieczeń lub zaostrzeniem postanowień umownych, co może spowodować trudności w pozyskiwaniu finansowania przez Spółkę, Gwaranta lub inne podmioty z Grupy

Gwaranta oraz trudności w pozyskiwaniu finansowania przez nabywców projektów inwestycyjnych Grupy Gwaranta.

Na sytuację makroekonomiczną, poziom inflacji i stóp procentowych oraz ceny energii i materiałów budowlanych wpływają również czynniki geopolityczne, w tym trwający konflikt zbrojny w Ukrainie oraz napięcia na Bliskim Wschodzie oddziałujące na rynki surowców energetycznych. Ich ewentualna eskalacja może pogłębić opisane powyżej ryzyka.

Spowolnienie na rynku nieruchomości, wzrost inflacji i stóp procentowych, negatywna sytuacja na rynkach finansowych może istotnie wpłynąć na wielkość i termin realizacji przychodów spółek projektowych oraz na poziom kosztów realizacji projektów i kosztów finansowych co w efekcie może mieć istotny negatywny wpływ na działalność oraz wyniki finansowe Spółki, Gwaranta lub spółek projektowych, a w konsekwencji na zdolność Spółki do wykonywania zobowiązań.

Brak możliwości odzyskania należności grupowych

Grupa Gwaranta na dzień 30 czerwca 2026 r. posiadała należności netto w kwocie 309 mln EUR od podmiotów powiązanych nie konsolidowanych z Granbero Holdings Limited (Gwarantem). Saldo należności netto wynika z salda netto pożyczek, należności handlowych i narosłych odsetek.

Mając na uwadze, że terminy realizacji projektów nie są skorelowane z datami zapadalności obligacji w szczególnych przypadkach istniejące zobowiązania z tytułu wyemitowanych przez Spółkę obligacji mogłyby zostać spłacone poprzez realizację należności grupowych.

Brak spłaty tych należności przy jednoczesnym braku możliwości sprzedaży projektów, pozyskaniu finansowania dłużnego w postaci kredytów bankowych, pożyczek wewnątrzgrupowych lub nowych emisji obligacji oraz trudności w pozyskaniu dodatkowego finansowania mogą mieć negatywny wpływ na działalność i sytuację finansową Spółki i zdolność Spółki do wykonywania zobowiązań.

Ryzyko wynikające z inflacji, wzrostu cen materiałów i wzrostu stóp procentowych

Znaczna część zadłużenia Spółki, Gwaranta i spółek projektowych jest oprocentowana według zmiennej stopy procentowej, opartej o poziom wskaźnika WIBOR. Istotny wzrost inflacji i stóp procentowych powoduje znaczne zwiększenie nominalnej wysokości odsetek płaconych od zadłużenia Spółki, Gwaranta i spółek projektowych.

Wzrost stóp procentowych negatywnie wpływa na zdolność kredytową nabywców lokali mieszkaniowych, jak również na poziom kosztów finansowych.

Wzrost kosztów budowy wynikający ze wzrostu m.in. kosztów energii może istotnie wpłynąć na zyskowność projektów.

Wzrost kosztów, wzrost inflacji oraz stóp procentowych może istotnie wpłynąć na wielkość i termin realizacji przychodów spółek projektowych oraz na poziom kosztów realizacji projektów i kosztów finansowych, co w efekcie może mieć istotny negatywny wpływ na działalność oraz wyniki finansowe Spółki, Gwaranta lub spółek projektowych, a w konsekwencji na zdolność Spółki do wykonywania zobowiązań.

Dodatkowe informacje o ryzykach Spółki związanych z jej sytuacją ekonomiczną (w tym ryzyku kontynuacji działania) oraz metodami zarządzania tymi ryzykami są szczegółowo opisane w Sprawozdaniu Finansowym, w nocie 3 („Kontynuacja działalności”) oraz w nocie 13 („Instrumenty finansowe”).

3.3. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z PRZEPISAMI PRAWA I REGULACJAMI

Niekorzystne zmiany w otoczeniu prawnym Spółki, Gwaranta i Grupy Gwaranta

Przepisy prawne w zakresie planowania i zagospodarowania przestrzennego, przepisów prawa budowlanego, podatkowe obrotu nieruchomościami i odpowiedzialności sprzedawcy oraz ograniczenia sposobu korzystania z gruntów jak i dotyczące raportowania specyficznych elementów działalności gospodarczej bywają często zmieniane, przy czym zmiany mogą pogorszyć warunki prowadzenia działalności deweloperskiej, na przykład nakładając dodatkowe obowiązki, których realizacja może wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Zmiany przepisów podatkowych mogą polegać m.in. na podwyższaniu stawek podatkowych, a także na wprowadzaniu nowych specyficznych obowiązków, instrumentów prawnych lub interpretacji dotyczących Spółki, między innymi w zakresie możliwości uznania kosztów odsetek jako koszty podatkowe czy wpływających na rozszerzenie zakresu opodatkowania wprowadzającego nowe formy obciążeń podatkowych.

Wejście w życie nowej, istotnej dla obrotu gospodarczego regulacji (np. zmiana poziomu minimalnego wynagrodzenia czy usunięcie limitu do naliczania składek ZUS, zmiana obowiązujących standardów technicznych obowiązujących dla budynków czy też nałożenie dodatkowych obowiązków w trakcie procesu inwestycyjnego) mogą spowodować bezpośrednie istotne zmiany dla prowadzonej działalności gospodarczej i znaczący wzrost kosztów realizacji inwestycji czy też zmianę kształtu umów z nabywcami lub najemcami lokali.

W przypadku nowych przepisów budzących wątpliwości interpretacyjne, ich wprowadzenie może stworzyć sytuację niepewności co do obowiązującego stanu prawnego i spowodować czasowe wstrzymanie wielu inwestycji w obawie przed niekorzystnymi skutkami wprowadzonych regulacji (straty finansowe bądź nawet konsekwencje karne działań podjętych na podstawie przepisów, które następnie sądy bądź organy administracji publicznej zinterpretowały w sposób niekorzystny dla przedsiębiorcy).

Kwestionowanie podstawy zwrotu VAT przez organy podatkowe

Spółkom projektowym przysługuje prawo do zwrotu znaczących kwot podatku VAT z tytułu nabyć aktywów. Nie można wykluczyć, że organy podatkowe mogą zakwestionować zasadność zwrotów VAT i rozpocząć postępowania podatkowe lub kontrole podatkowe zmierzające do opóźnienia terminu zwrotu podatku, a nawet zaniechania jego zwrotu na rzecz spółek projektowych. Opóźnienie lub brak zwrotu podatku VAT może mieć wpływ na płynność, sytuację finansową spółek projektowych, a w konsekwencji na działalność i wyniki finansowe Spółki, Gwaranta lub Grupy Gwaranta.

3.4. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE ZE STATUSEM REGULACYJNYM SPÓŁKI JAKO EMITENTA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH WPROWADZONYCH DO OBROTU NA RYNKU REGULOWANYM ORAZ W ALTERNATYWNYM SYSTEMIE OBROTU GIELDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH (ASO GPW)

Ryzyko nałożenia kar administracyjnych przez Komisję Nadzoru Finansowego

Spółka jest narażona na ryzyko nałożenia kary administracyjnej przez Komisję Nadzoru Finansowego za niewykonywanie lub niewłaściwe wykonywanie obowiązków wynikających z przepisów prawa, między innymi obowiązków wynikających z ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Ustawy o Ofercie”), ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi („Ustawa o Obrocie”), rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku („Rozporządzenie MAR”). Z uwagi na charakter tych kar bądź ich wysokość (w niektórych przypadkach określaną w odniesieniu do kwoty przychodów Spółki), ewentualne nałożenie kar administracyjnych wynikających z przepisów Ustawy o Ofercie, Ustawy o Obrocie, Rozporządzenia MAR bądź innych właściwych przepisów prawa może mieć istotny niekorzystny wpływ na sytuację finansową Spółki.

Ryzyko nałożenia kar pieniężnych na Spółkę przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie

Regulacje Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) dotyczące rynku regulowanego albo alternatywnego systemu obrotu prowadzonych przez GPW przewidują uprawnienie GPW do nałożenia sankcji na Spółkę jako emitenta obligacji w przypadku, gdy Spółka nie przestrzega zasad lub przepisów obowiązujących na danym rynku/systemie obrotu lub nie wykonuje albo wykonuje nienależycie inne obowiązki, o których mowa w regulacjach obowiązujących na danym rynku/systemie obrotu, w szczególności GPW może, w zależności od stopnia i zakresu powstałego naruszenia lub uchybienia, upomnieć emitenta lub nałożyć karę pieniężną. Ewentualne nałożenie przez GPW kar pieniężnych, o których mowa powyżej, może mieć istotny niekorzystny wpływ na sytuację finansową Spółki.

Podpisy Członków Zarządu:

Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Michael Gheysens
Członek Zarządu

Marie - Julie Gheysens
Członek Zarządu

Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Jarosław Jukiel
Członek Zarządu

Warszawa, dnia 14 października 2026 roku